华章经管

用白话和常识解释术语和概念

交易场实际经验

以最新的报刊新闻为实例

人人都能读懂 人人都该读懂

白话金融投资

A GUILD TO FINANCE AND INVESTMENT

忻海 著



机械工业出版社
China Machine Press

VISIT…

LANZAROTE Caliente.com

华章经管

用白话和常识解释术语和概念

交易场实际经验

以最新的报刊新闻为实例

人人都能读懂 人人都该读懂

白话金融投资

A GUILD TO FINANCE AND INVESTMENT

忻海◎著



机械工业出版社
China Machine Press

白话金融投资

A Guild to Finance and Investment

忻海　著

ISBN：978-7-111-27160-4

本书纸版由机械工业出版社于2009年出版。电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.bbbvip.com

新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

目录

导读 ——您需要了解的金融投资话题

入门篇

1 淘金还是"逃"金：为什么要了解金融

2 金融的几个基本概念

3 金融三大元素：市场、工具和中介

市场和工具篇

4 债券、利率、货币市场和债券市场

5 股票市场

6 外汇市场

7 其他市场

中介篇

8 银行

9 风险资产定价理论，基金和投资管理中介

10 保险业

11 监管也是一种中介

12 其他金融中介

应用篇

13 金融对于政府

14 金融对于公司：公司财务

15 金融对于个人：投资与理财

拾遗篇

16 风险管理

17 理论与实际挂钩

18 其他金融现象

19 金融界中的个人

20 2007～2008年的金融危机

21 展望未来

中英对照名词解释及索引

英中名词对照

参考文献

导读

——您需要了解的金融投资话题

普及类的金融投资书籍大多数是讲股市或者讲如何赚钱的，不少试图寻找、揭示股神股仙的秘诀。系统介绍金融投资的书也有几本，但是大部分都像教科书，有很多其实就是教科书的简化本。这类书花很多篇幅来写货币理论，介绍与实际生活相关的金融知识却比较少。为数不多的两三本普及类金融读物又比较缺乏系统性，读者不容易对金融有一个比较整体和全面的认识。本书的目的就是为了填补这样一个空缺：用大白话比较系统、全面地介绍金融投资知识。

我们想通过本书把金融知识通俗化，同时又想纳入几条主线，这些主线就算是了解金融的脉络吧。简化的结果是：要了解金融，需要大概知道金融业的主要产品和市场，它的主要中介和功能，金融对它的主要参与者——政府、公司和个人的用处。这基本上就是金融投资最重要的几块内容了，剩下的不多的几样东西我们把它们归在拾遗篇里。本书就是用白话来讲以上各方面的一些知识。全书分为五篇：入门篇、工具和市场篇、中介篇、应用篇以及拾遗篇。

金融的主线是什么呢？我想有两条：第一，作为投资者或者融资者，如何在两种最主要的融资工具——股票和债券之间进行选择？股票和债券是金融最重要的两类工具，可以说其他所有东西都是从这里生发出去的，所以这一对概念对于金融至关重要，我们在后面具体解释有关股票和债券的种种细节时应当时刻提醒自己：股票和债券究竟有什么区别，为什么会

有这样的区别，投资人或者融资人如何利用这种区别？第二，如何把“同物同价”这个简单的原则贯穿到金融学和金融实践的每一个角落？“同物同价”听上去很简单，这与金融有什么关系呢？关系很大，我们后面会多次提到这个概念的应用。

了解金融投资，知道那些林林总总的术语和行话或许有用，但是我们觉得那些都不重要，最重要的是读者能够用最简单、最普通的常识来观察和分析金融投资问题。“同物同价”，“鸡蛋别放在一个篮子里”，“没有免费午餐”，“只有承担一定（但不是所有）的风险才能有回报”，“好赚的钱大部分早都被人赚走了”，“别人都害怕的时候你可以胆大一些，别人都胆大的时候你要格外小心”，“不要因为眼前的得失而放弃长远的目标”，“不要太轻信拿着你的钱的人”，“如果什么东西的包装一层又一层又格外精美的话，多半这个东西物非所值”，这些道理是我们在书里面不断提到、用到的。这些都不需要在大学金融课堂里面学，每个长辈都会早早地告诉小孩子。

如果你对金融的兴趣只限于个人投资，我知道很多关于金融或者投资的书都标榜能帮助读者赚大钱，可惜这本书做不到，这是不能不先说的丑话。事实上，我希望读者在读完本书之后能得到一个结论：除非是在金融市场工作，赚取工资和丰厚的奖金，在金融市场投资赚大钱或者赚快钱是很困难的事情。本书有很多内容都会解释为什么难。我建议热衷个人投资的读者：与其寻找下一只要大涨的股票，或者基金，或者外币，或者金属，还不如按照几条行之有效的原则分散投资，剩下的时间要么做好本职工作，要么多和家人朋友聚聚，要么花时间去享受生活。本书会解释为什么要这样做，都有哪些行之有效的原则，以及你应该如何去做。

本书有以下几个特点：

·理论与实际相结合，既有书本上的金融知识，也有交易场上的实际经验。

·用白话解释术语和概念，语言平白，通俗易懂，但是既不哗众取宠，也不降低水准。

·注重常识，冷静对待所谓高深、复杂的金融产品、概念、热点或者风潮。本书的一个基本观点是：高深和复杂都是用简单的东西搭建起来的，很多时候简单的东西功能可能并不差。

·穿插相关的最新报纸新闻作为实例。

·单独介绍金融如何为政府、公司和个人服务。

·单独介绍金融行业的个人。

·书后另附用白话解释的金融投资名词。正文中第一次提到相关名词的地方用黑体显示，便于读者查找。

·网上互动：专门的网上讨论区（tinyurl.com/bhjrtz），按照本书的章节，分别收集和解答相关问题。

·最后，本书有一说一，没有噱头。

本书的目标读者群为：

·金融、投资、风险管理、监管行业的业内人员，本书有助于全面系统

（重新）了解金融投资行业。本书力争成为金融机构对员工的推荐读物。

·非金融专业的大学生、MBA学生、年轻白领，本书具可读性，是一本系统的入门书。

·对投资感兴趣的普通投资者，本书不能帮助赚钱，但是有助于普及知识，打开思路。

·从事与金融相关行业（比如保险、会计、法律、审计、外贸、公司财务）的人员。

在本书的写作过程中得到了很多人的帮助和支持，作者特别感谢：中国香港证监会的闫宇红博士，渣打银行的谢龙先生，北京控股的陈洁小姐，法国兴业银行的陈全斌博士，巴克莱银行的吴钺先生，中国香港《信报》的姚志新先生，法国巴黎银行的陈湘义先生。闫宇红博士白天要考虑各种金融监管问题，晚上不辞辛苦，挑出了无数我年久失修的汉语犯下的语法错误，同时还指出了不少我有失考虑的提法。陈洁小姐一边改我的错别字，一边抱怨："怎么这么多呀！"还不忘加上她惯用的一个字的口头禅。我的同事陈湘义先生一直对这个项目非常支持，连夜通读校样，提出了很多修改建议。在此谢过。我的两位助手洪玉戈（Hugues Rondouin）先生和高塞北（Sebastien Gaudre ）先生提供了不少技术上的协助，特此致谢。下面几位友人在我写书的过程中都提过不少建议：李辉先生，刘旻小姐，林芃先生，忻火先生，叶平小姐，黄晴宁小姐，施红先生，卢占斌先生，刘灵小姐，黄晓峰先生，大连的一位不知姓名的网友小姐，陈章谨先生，蔡云峰先生，陈保明先生，吴锦辉先生，赵彤小姐，我知道他们都不指望我的感谢，但是出去暴饮暴食一顿可能是免不了的。

本书的两位编辑，颜诚若小姐和宁姗小姐，到现在我们都未曾谋面，她们耐心地解答了我的各种问题，提了不少好的建议。她们的努力使本书从一个丑丑的婴儿变成在我看来还算茁壮可爱的孩子。出版社的领导张渝涓女士在一天之内回答了一个陌生人（我）的冒昧电邮，没有她，也就不会有这本书。她们做事不忽悠的态度是令人敬佩的。我们也曾谈过把这本书的书名定为《不忽悠金融投资介绍》，最后因为考虑到南方读者的习惯而作罢。感谢三位，也期待着我们将来的合作。

2002年我打排球摔断了腿躺在床上近一年，父母亲到伦敦照顾我，那时候我有了写这样一本书的最初想法，当时计划的书名叫《老太太学金融》，还写了一章给父母亲看。虽说目前的这本书和当时的想法有一些差别，但是我还是要感谢通常对金融投资采取“三不政策”（不知道，不感冒，不介入）的父母对我的鼓励。尽管他们看完之后什么话都没有说，但是我知道。

书中涉及金融诸多方面，作者日常工作只钻其中很小的一个牛角尖，错误和疏漏在所难免，责任自然在作者。希望读者在tinyurl.com/bhjrtz上面直接提出，以后我会订正。联系作者的电邮请寄到bhjrtzl@gmail.com。

【本书要回答的问题】

问：美国次贷危机为什么会弄到这样大？谁是罪魁祸首？

答：因为美国的次贷被金融中介包装之后卖到全球各地；而且，这次次贷危机和它引发的金融危机其实是全球利率过低、热钱过多、杠杆太

高、资产泡沫的一个表象。

问：投资哪只股票比较好？

答：如果是短期观点的话，基本上没有人知道。虽说许多人可能会给你各种消息。但是如果是长期观点的话，投资股票倒有一个比较稳妥的方向。见第5章和第15章。

问：明天（或者这个月，或者今年）股市是涨还是跌？

答：回答同上。见第5章。

问：最近一段时间美元看涨还是看跌？

答：艾伦·格林斯潘在任的时候说："虽说美联储有着庞大的资源和信息做支持来预测外汇，但我们的结论是汇率预测是非常困难的，花很多时间和精力去预测的结果可能并不一定比掷硬币看掉下来是正面还是反面更加准确。"见第6章。

问：如果有一个所谓结构性产品听上去好得难以置信，你是不是应该马上就买？

答：不买。卖给你的销售人员肯定没有买。见第15章。

问：为什么中银香港的股价要比母公司中国银行的股价高四五倍？

答：你需要补补关于股票的基础课。见第5章。

问：在投资银行工作凭什么赚那么多钱？

答：托拉斯。也有工作辛苦的因素，“脱了死”。见第19章。

问：为什么银行的大楼都盖得和中世纪的教堂一样气势磅礴？

答：因为银行的成功靠的也是信仰。见第8章。

问：股市上扬（下挫）3000点，中国是不是更富（穷）了？

答：没有。股市的上下浮动并不直接给国家带来财富。见第1章。

入门篇

本篇介绍金融的一些基本概念，包括金融的定义、目的和特性，包括回报、风险、杠杆、套利和投机等概念，以及金融的三大主线——市场、工具和中介，入门篇的目的是为全书打下基础，在我们后面详细谈论各种“树木”的时候我们已经知道了“森林”。读懂这一篇需要的准备知识不多，最需要的是我们在读专业书籍时常常忘记的一点：常识。

我们在本篇第3章还花了几节的篇幅来介绍金融衍生工具，为什么在这个位置介绍衍生工具值得解释一下。金融衍生工具对许多人来说是比较深奥和复杂的工具，这个分支也是金融投资行业最近二三十年里发展最快的一部分，许多书都把它放在书的后半部分，专门花篇幅来介绍各种令人眼花缭乱的衍生工具。这种顺序似乎符合常理：先介绍长矛大刀，再介绍枪炮和更复杂的现代武器。但是我们认为要了解金融衍生工具更应该注重它和普通金融工具相似的地方，绝大部分的金融衍生工具都是可以通过交易最简单的金融工具来复制的，所以，我们把衍生工具的介绍放在入门篇，介绍它的基本概念，然后在后面各章节谈到金融市场和工具的时候再把基本工具和衍生工具对照来说，这个顺序更加突出基本金融市场和工具的主导作用。而衍生工具的位置（正如它的名字一样）是衍生的。

【本篇要回答的问题】

·金融是干什么的？为什么要了解一些？

·我最讨厌数字，能不能完全躲过去不理不睬？

·金融和其他行业相比到底哪里特殊？

·我只想简单了解一下金融，那么应该知道些什么呢？

·那么多的金融名词和术语，有没有什么比较简单的贯穿点呢？

·什么是回报？什么是风险？如何评估它们之间的取舍？

·为什么要金融中介？金融中介有什么特性？

·资产负债表和普通人有关系吗？

·衍生工具是什么？谁会使用衍生工具呢？

1　淘金还是“逃”金：为什么要了解金融

金融是干什么的

“金”就是钱，“融”就是通达、流通，也可以理解为交易。金融，简单地说，就是钱的交易，是有钱人和没有钱但是需要钱的人之间的交易。实际上说有钱人或者没钱人有些不妥，因为在很多时候金融交易的一头或者两头是机构，所以改成“有钱的参与者和没钱但是需要钱的参与者之间的交易”稍微好一些。不过，话说在前头，本书的态度是争取大致对了就行，不吹毛求疵，所以我们的定义和解释也主要以帮助读者理解为主，而不是去给每个概念一个滴水不漏的定义。

金融这个行业的存在大致就是为了帮助需要钱的人找到钱，并且为钱定出一个合理的价格，这个价格就是钱的回报。

有钱的参与者也可以通称储蓄者或者投资者，金融从他们的角度来说大致等同为储蓄或者投资；当然储蓄或者投资只是特指金融的一半，需要钱的参与者那一半叫融资或者借款。投资和融资是金融这个钢镚儿的两面。金融的存在既是为了有钱人来投资和储蓄，又是为了需要钱的人去融资。融资人或者借款人，也就是需要钱的人，有时候也被称做投资者，因为他们要拿钱去制造东西或者提供服务。这叫人有些弄不清楚：投资者把钱给了融资者，可融资者又叫投资者？为了区别，我们有时候把前一种投资者叫金融投资者，把后一种投资者叫实业投资者。在本书里，我们为了清楚起见，将需要钱的人或者公司叫做借款人而不是投资人，我们这本书

所说的投资一般是金融投资。还有，补充一句，投资和储蓄其实也没有什么本质的区别，你把钱放在银行的定期存折里面或者拿出去买高风险的股票只是量的不同，而不是质的区别，它们相对的概念是消费。

“钱”应该理解成广义的钱，不仅仅是现金或者货币（其中包括银行储蓄），所以“资本”这个词可能更合适。资本和钱有什么区别呀？资本是创造、生产东西的时候所需要的资产。资产有的有形、比如厂房、土地、机器，有的无形，比如劳动、商标、专利、技术。资本可以用钱来衡量，也可以用钱来购买，但是资本和钱或者货币是不太相同的概念。可是我们也没有必要去细究这些枝节，在本书中，我们冒着专业人士的白眼，大胆混用钱、现金、货币、资本和资产这些概念。

需要钱的人一般是想把钱变成资本，去生产、销售，挣回更多的钱。这很容易理解，整个资本主义社会都是建立在这样一个简单的目的之上的，所以资本主义社会的运作规则比较容易理解。金融业就是为了这个目的服务的，它的规则也不难。但是有时候需要钱的人并不一定是想要投资、挣钱，而是想要改变自己消费的时间点。比如，你目前没有钱，买不起房子，但是等到你攒够了钱，也许你就老了，所以你可以通过房屋按揭来解决这个问题。这也是金融的一个目的。

总之，金融就是一笔笔钱的交易。传统意义的金融就是指有钱的人把钱交给要用钱去生产创造财富的人，从而赚回更多的钱。现在金融的范围拓宽了，包括许多其他服务，比如，有钱的人把钱借给想买房子但是钱不够的人，让借款人慢慢还。

再举几个金融的例子吧。

最简单的一笔金融交易：一个叫王老五的人到一家叫财源滚滚的银行存入100元人民币。王老五是有钱的参与者，财源滚滚银行是需要钱的参与者。这笔金融交易叫存款交易，算是最简单的金融交易，但是这却是银行业的一条腿。

另一个例子，财源滚滚银行给一家叫外行的车行借款100万元人民币，外行车行要扩大生意。财源滚滚银行是有钱的参与者，外行车行是需要钱的参与者。这笔交易叫贷款交易，它和存款交易一样都是最简单、最古老的金融交易，是银行业的另一条腿。

第三个例子，外行车行在深圳股票交易所上市，王老五抽到新股100股，每股作价1元。王老五是有钱的参与者，外行车行是需要钱的参与者。这笔交易对王老五来说叫认购新股，是一种投资的行为；对外行车行叫首发上市，是融资的行为。

如果我说钱是重要的，大家可能会笑我。钱当然重要，因为钱是价值的标尺，钱是社会的润滑剂，有钱能使鬼推磨，更不用说某些意志比鬼更脆弱、贪欲比鬼更厉害的人了！除此之外，一个国家钱的多少（货币发行量）还起到调控经济发展方向和速度的功能，不过关于钱如何和经济相互影响的话题大部分是货币经济学的范畴，不是本书的主题，我们除了在介绍中央银行的部分（第8章）对此进行简单介绍之外，也就不赘述了。

既然金融是钱的交易，金融无疑也是重要的，所以我们都应该懂一些，即便是那些天生见了数字就头痛的人。因为在后边我们会提到，金融无处不在，躲都躲不了。要是学鸵鸟去躲金融，吃亏的肯定是您自己。

人们对金融的了解总体来说不够，世界各国都是如此，一些西方发达国家最近十几年都成立了特别的机构、拨出特别的款项用于公民的金融教育。有些人对金融了解一些，但是里面夹杂着许多偏见和错误的假定，尤其是当这些金融知识是通过电视或者小报里面的各种金融分析或者股评得来时更是如此。这些人中不乏天天炒股票的，把股市当成自己职业之外的第二职业。更多的人是谈“金”色变，任何与金融相关的事情都拒之千里。如果对英国文学或者占星学这样的知识门类有偏见或者所知甚少也就罢了，因为偏见或者无知谁都会有，取决于我们的兴趣和工作的领域，但是对金融的偏见和无知有可能给个人带来直接的、深远的负面影响。比如，如果你提早做一些合理的准备，那你就不至于老了以后没有足够的钱供自己养老。很多人在自己做出一个决定之前，比如买车、旅游，都会了解各种选择的得失优劣，但是对于自己一生中最重要的决定之一，如何为养老储蓄和投资，则采取鸵鸟策略，完全视而不见。

为什么呢？因为很多人认为金融比较难，里面充满了各种术语和行话，似乎没有条理，缺乏逻辑，了解起来很枯燥。这个说法没有错。也有人说这种混乱的局面其实是金融界人士故意造成的，因为哪里比较容易摸到鱼呢？其实金融也不太难。本书就是想给读者一个比较清晰和全面的介绍。我们争取不用（过多）术语，所以你可以不必半途而废。

那么金融交易究竟如何开展呢？有钱的参与者和需要钱的参与者如何寻找对方、达成交易呢？当然，他们要克服重重困难，因为世界太大，人们的条件和要求各异，就像在茫茫人海里面寻找终身伴侣一样（一位朋友在帮我改稿的时候说：寻找终身伴侣和金融交易根本不具备可比性。因为这个朋友到现在都还没有找到人生的另一半，所以我没有采纳该项建议。

），金融业这个行业就是为了帮助他们，金融学这门学科就是研究金融业目前的状况和将来的改进。

金融交易当然可能是一对一私下开展的（王老五借给他的小舅子张小三300元钱，张小三听信了别人的消息购买了一家财源滚滚银行的股票），或者在政府计划下进行（国家向中国农业银行注资若干亿，或者国家开发银行给三峡工程贷款，财源滚滚银行在金融危机中出现现金问题被收为国有），但是绝大多数的金融交易是在金融市场上完成的。为什么？一般认为，市场效率比较高，能把好钢用在刀刃上。需要资金投资的人遍地都是，究竟应该投给谁？投多少？用什么样的方式投呢？这些都是金融要回答的问题。金融要做那么多的事情，离开市场，什么都做不成。但是这个市场需要一些独特的规则，因为金融市场的特殊情况需要非常严格的监管。当市场偶尔失灵的时候，政府需要出面干预，目前的全球金融危机就是一个好的事例，我们也会在书中多处提到。有计划经济的提法，但很少听说有计划金融的，我想，在某种意义上，金融和计划是对立的。金融就是交易，就是要找到最好的价格、最优惠的条件，计划则不是。最近的金融危机和各国政府的各种干预为金融行业提出了新的问题：是不是本次金融危机标志着以市场为主的金融思想前途没落呢？我认为不会：虽说市场可能常常出错，但是市场纠错的功能是计划经济体系所无法比拟的。将来几年这个方面的争论应该有很多。

金融为什么特别

与其他许多行业相比，金融业有很多特别之处。有很多行业在不同的国家自生自灭，政府一般都不予理会，但是金融业出了问题，政府绝不会

袖手旁观。为什么呢？

·对于一个市场经济，金融就是它的心血管系统，它将钱从有钱的身体部位传递到需要钱但是没有钱的部位。身体的各个部位都离不开血液和心脏。

·政府的货币政策必须要通过金融市场来实现。

·为了保障金融业的正常运作和保护公众的资产，政府会对金融业做出担保，这给金融业带来了道德风险。

·因为有了担保，所以政府要对金融行业及其从业人员严加监管，但是要完全监控金融机构是一件几乎不可能的事情。

·与许多其他行业相比，金融业更要面对将来的不确定性和风险。正因为如此，人性的弱点在金融行业显示得特别明显：贪婪、胆怯、无知、狡诈。几百年的金融业历史上尸横遍野，狂喜和悲痛交错。此外，金融史上的悲喜剧不用等朝代的更换，每隔几年就会有一次。

·金融行业创造产品（创造杠杆、创造信贷、创造风险）的能力不像其他行业那样受到多种自然条件的限制和约束，比如原材料的来源、总需求、劳动力、运输等，金融几乎可以随时无限扩张。

·大量资金和财富在金融体系里面滚动，不管什么时代，不管何种政治体制，政府在担保和监管之外都免不了要把手插到金融行业里，很多时候这只会带来负面的影响。

正是基于金融行业的这些特性，如果金融行业出现了问题，就是我们

大家的问题。这听上去有些不公平，因为光景好的时候金融业内人士用麻袋往家里拿钱的时候从来都不是我们大家的问题，光景不好的时候却要我们大家收拾这个烂摊子。但是没有办法，社会的正常运作离不开金融，所以，它的健康、合理、有效的发展应该是我们大家都必须关心、参与和推动的事情。

三大参与者：政府、公司、个人

金融业的三大参与者是：政府、公司（包括各种机构）和个人。换句话说，举目四望，鸵鸟式的参与者很多，完全不参与金融业的人或者机构很少。

这三大参与者都既可能是有钱的也可能是需要钱的。

比如，王老五可能去：

·活期储蓄，他有钱；

·买股票，他有钱；

·按揭买房子，他需要钱；

·借钱买外行车行股票，他需要钱。

比如，外行车行可能：

·需要流动资金，它需要钱（可以通过银行借贷）；

·购买另外一家车行，它需要钱（可以通过上市融资）；

·首发上市，它需要钱（或许为将来的并购融资）；

·外行车行上市之后有些闲置资金，有钱（可以购买货币基金，或者存入银行）。

比如，政府可以：

·印制钞票，有钱（但是政府也不能无限制地印钱，印得多了就会像津巴布韦，年通货膨胀率100000000%）；

·从王老五和外行车行那里征税，有钱；

·修路、建医院，给失业的人发救济，需要钱；

·支付军队开支，需要钱。

在现代社会，几乎没有不接触钱的人和机构，金融业关乎每一个人、每一个机构、每一种行为。我们先介绍金融，至于金融和这三大参与者的关系，我们在应用篇会详加阐述。

金融中介

就与其他许多行业一样，金融业也需要中介。大致地说，金融中介就是把有钱人手里的钱传到需要钱的人手中的二道贩子。现代金融尤其需要中介。

如果没有中介，王老五就不能存钱，因为没有银行。他也不会去买外行车行的股票，因为他不确定这是家什么样的公司。他可以自己调查，但

是他也许没时间去，因为外行车行可能在成都，而他住在沈阳。他也不能按揭买房，因为没有地方给他按揭。同样，如果没有中介，外行车行也贷不到款，因为没有银行。可以肯定，如果没有中介，股市里面发股的公司基本上都是骗子公司，因为大家都纷纷向骗子公司看齐，外行车行也不会或者不能通过发股融资。它也别指望去买另一家车行来扩张生意了，因为资金不够。没有中介，对政府的直接影响相对会小一些，但是如果没有银行，没有信贷，就无法执行货币政策，经济活动就会萎靡不振，政府强行征税，百姓叫苦连天。所以，没有金融中介的社会是非常可怕的。

其实金融业需要中介还有另外一个更为关键但是比较隐蔽的理由，那就是对付所谓的信息不对称的问题。比如，因为王老五不知道外行车行的底细，所以王老五不会把钱借给车行或者购买外行车行的股票；若外行车行借不到钱，也就无法扩张，这样的例子比比皆是。这是个非常严重的问题，应该说是金融业所要面对的最重要的问题，中介的存在就是要解决互相不知道底细的问题，对此，我们在后面还会详细阐述。

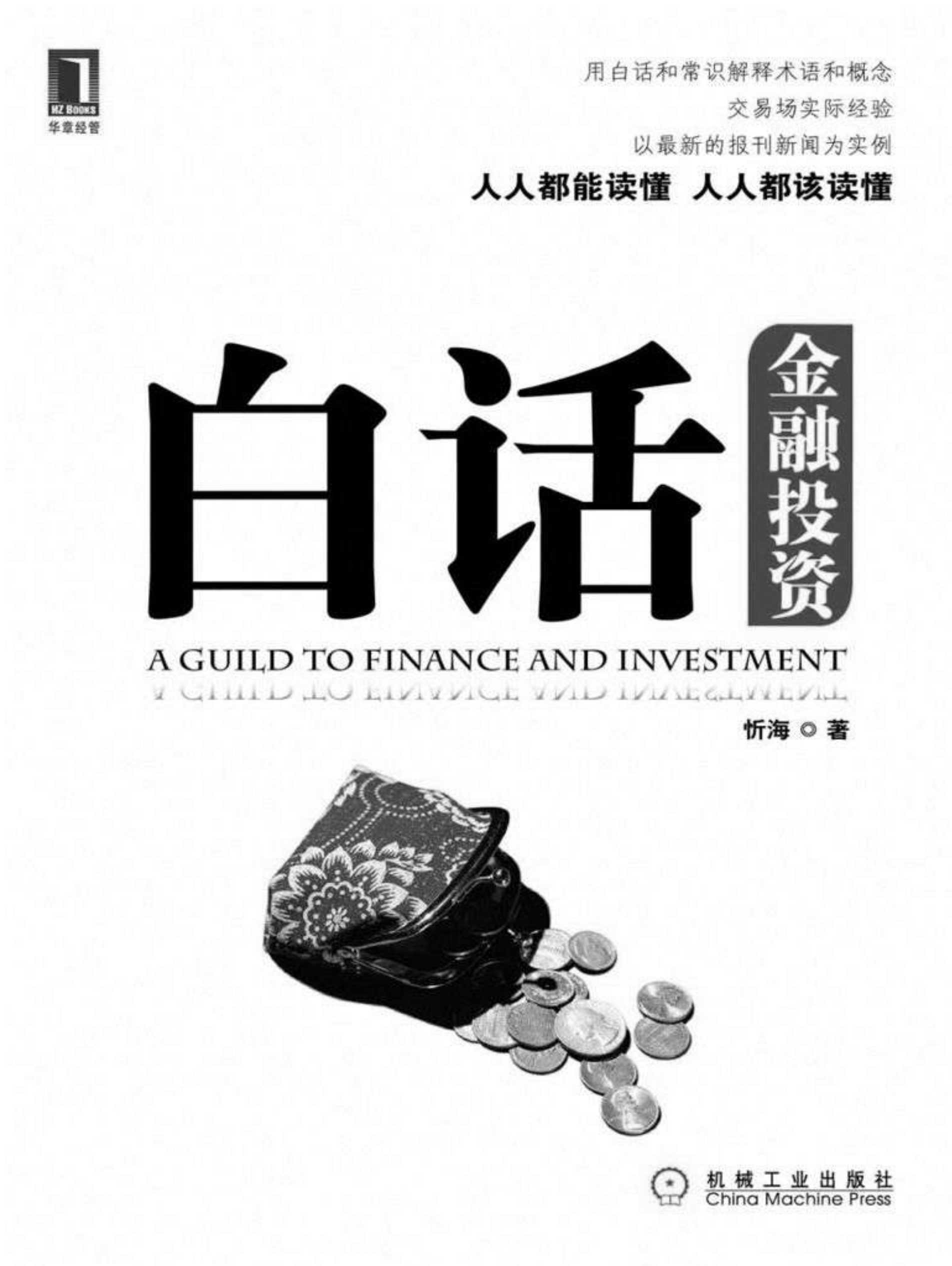
既然金融业关乎每一个人、每一个行业，所以它所需要的中介也就特别多，门类也很复杂。发达国家的国民生产总值里面也许会有百分之二三十来自金融业，有的国家，比如瑞士、列支敦士登，其比例更高，从这个数字上你可以想象金融中介的规模。虽然金融业的总产值很高，但是它的人均产值更高，因为这个行业雇用的人并不太多。难怪这个行业工资那么高，很多毕业生想到这个行业工作，也难怪各国都想让自己的首都（有时候也不一定是首都，比如上海）变成国际金融中心。不过，有想法的国家虽多，但能成为国际金融中心的毕竟是少数。有关国际金融中心的问题最近几年中国也炒得很热，我们后面再细说。

金融业里最重要的中介是银行，比如上面例子里提到的财源滚滚银行。因为钱重要，银行是钱的中转站，是钱变成更多钱的地方，所以银行很重要。银行里最传统的一类叫商业银行。商业银行在金融中介里属于比较特殊的一类，因为它能接受像王老五这样的人存款，如果商业银行倒闭的话会给社会带来严重的影响。这类中介被称为可接受存款中介，它们在各国都受到特别的监管，国家会部分担保王老五在这类机构的存款（存款保险）。银行的进一步介绍见第8章。

其他金融中介林林总总，包括投资银行和证券公司、保险公司、基金公司、各种投资公司、股票交易所、评级公司、咨询公司、监管机构等，我们在中介篇中会进一步了解。监管机构通常是政府部门，不过它们也应该算是一类金融中介。

金融行业的参与者、中介和市场类别见表1-1。

表1-1　金融行业的参与者、中介和市场类别



在我们提到各种金融中介时，除了大骂业内人士不管客户死活只管自己奖金之外，我们都会问这样几个问题：这些中介如何赚钱？它们最大的

风险是什么（换句话说，它们如何赔钱）？它们如何控制自己的风险（或者，用业内人士常用的话来说：它们如何对冲）？从很大程度上讲，金融业就是一个制造风险、交易风险和为风险定价的行业，我们认为上面的几个问题是了解金融中介甚至是了解金融的最关键的问题，所以我们会在介绍每一个中介的时候谈到这些问题。如果对这些问题有了大致的了解，很多金融现象都不难解释。

最近20年，金融业的主要变化体现在竞争的加剧、业内的整合和金融中介的国际化，在此期间出现许多大的金融集团公司，通过控股公司的手段，业务横跨多项金融领域。很多大型的金融集团公司都有商业银行业务、私人银行业务、基金或者资产管理业务、投资银行业务、保险业务、按揭业务和租赁业务。

另一个变化是电脑和其他先进电子科技在金融业的普遍应用，有人觉得中介迟早会被电脑完全取代，但是金融中介之所以存在，是要解决金融业固有的一个问题，即信息不对称的问题，电脑可以帮助人更有效率地工作，但是说电脑能完全代替中介来解决信息不对称问题还为时过早。

金融工具和市场的类别

铁匠需要风箱、榔头和煤炉来制造各种铁制品，人们常提到金融工具，是不是类似的概念呢？不是，金融工具的意思其实是金融产品，相对应的应该是铁匠打出的刀、剑或者铁锅。

金融是有钱的人（机构）和需要钱的人（机构）之间的交易，这种交易主要有两大类：一种是借钱，一种是参股。几百年前金融业刚刚起步的

时候如此，现在金融业轰轰隆隆的时候，还是如此。所以金融工具和交易它们的市场也是按照债市和股市这两大类来划分。外汇市场是第三个大类，是一种钱和另一种钱的交易，在很多情况下，外汇交易也是为了给股票交易或者债券交易提供方便。

交易需要契约，金融工具说穿了就是双方的契约。但是如果每笔交易都起草一个新的契约会很麻烦，所以绝大部分的金融契约都是标准化的。标准化的金融契约就是金融工具或者金融产品。股票是一类标准化的契约，王老五买了外行车行的股票，就等于和外行车行签了合约，王老五答应给外行车行一笔钱，外行车行答应把公司的一部分资产划到王老五的名下，如果公司盈利的话按照比例给王老五分红。债券也是一类标准化的契约，你买了国库券，就等于和政府签订了合约，你给政府一笔钱，政府答应在未来的一个时间还你本金，在还本之前政府答应每年给你一次或者两次利息。按揭也是，但是按揭的标准化程度与股票或者债券相比稍微低一些。标准化程度最高的契约应该说是一张美元纸币，拿到谁的手里都一样。以上提到的这些都是金融工具。

一般来说一个金融工具应该具有以下几个要素：

·谁家发行的？

·是股票还是债券？或者是什么别的金融工具。

·面额是多少？

·什么货币？

·记名的还是不记名的？

·如果是债券：什么时候还？利息多少？还可以包括该债券还款时的优先程度，有没有抵押之类的信息。

·如果是股票：占多少股份？股票上不会写每股盈利和红利大概如何，但是你可以找到相关的历史信息。

金融工具从一个角度来说是需要钱的人的融资手段，从另一个角度来说是有钱人的投资手段。

金融工具千奇百怪，但主要是三大类：债务（包括银行债及债券，你去银行存款也可以看做银行向你借的债）、股票和外汇。有时候人们会说起金融工具主要只有两类，那就是指债务和股票，因为相对来说这两类更为重要。外汇要么被归置在债务这个大类里面，要么很尴尬地不知道放在哪里才好。还有人在说起金融工具的时候会说有四大主要类别：债务、股票、外汇和衍生工具，这种分类将衍生工具完全分离出来，我们觉得欠妥当，不过在说到衍生工具的时候我们再回过头来说为什么。债务包括银行贷款和政府、公司、金融机构发行的各类债券等。债券其实就是证券化了的贷款，形式上稍有不同，但是本质是一样的。所以在这本书的其他地方除非特别指出，讲到债务的时候都用债券这个词，因为债券交易量很大，许多银行贷款现在也可以交易，越来越像债券了。债券和股票也称为有价证券，或者证券。有价证券有很多种，还有很多叫法，我们不提它们其实也没有什么太大关系，因为很多都是大同小异，起个名字让你一头雾水。证券可以印在一张纸上，更多的时候是电子形式的。从根本上说，有价证券代表着一份资产，或是一系列将来的收入。这一点是很关键的，买了股

票，它代表着公司的资产你也有一份，公司将来的红利你也有一份。买了债券，它代表着将来你能收回本金（资产），每年的息票你也有一份。投资有价证券之所以能赚钱或者赔钱，正是因为资产能够升值或者贬值，或者一系列将来的收入有可能增加或者减少。有时候人们把金融市场和证券市场混为一谈，其实金融市场包括货币市场、外汇市场和证券市场，但是一般而言很少有人把它分得那样清楚，把它们混起来也没有什么关系。还有一个概念，叫资本市场，它其实和金融市场没有什么实质的差别。总之，金融市场、证券市场、资本市场，三个概念虽说存在技术上的差别，但是大致差不多，我们按照前面提过的大而化之的原则，将它们一概而论。

还有许多金融工具介于股票和债券两大类之间，是它们的混合体。最有代表性的是可转换债券，既有点像债券，又有点像股票。还有许多其他类似的介于两者之间的工具，后面我们会谈到一些。

另外一类金融工具，叫金融衍生工具，意思是它虽然不直接代表一份资产，但是它是有价值的，它的价值是由其他资产、证券的价值或者价值变化间接带来的。也就是说，它是衍生出来的。举个例子吧，比如王老五知道自己抽到外行车行的新股100股，意思是如果他缴100元，就会得到这100股。王老五可以（如果法律允许的话）和小舅子张小三签订合约，由张小三付款买股票，买了之后股票的所有权归张小三。这张合约就是一个衍生工具，因为它本身并不直接代表资产，只是两个人之间的一个契约。但是这张契约是有价值的，它的价值取决于对外行车行股票上市以后的涨跌的预期。如果看涨，那么合约应该是正价值，张小三应该给王老五一笔钱作为合约的价值，至少要让他老婆（王老五的妹妹）去感谢一下。

金融业这类合约有很多，它们都是金融衍生工具。有些衍生工具关系到前面所说的两大类工具——债券和股票，另外一些衍生工具有可能与利率水平或者外汇汇率相联系。其实金融衍生工具的范畴现在远远突破了金融本身：石油的价格，明年的通货膨胀，人们的平均寿命，今年夏天的全球平均气温，手机通话的无限波段等，你能想到的将来不确定的东西，如果赌场上不设赌，那么相应的金融衍生工具就很有可能存在。金融业之所以复杂，另一个原因就是产品的多样性，尤其是衍生产品的多样性。近30年是金融衍生产品高速发展的阶段，衍生产品现在像塑料袋一样随处都是，有的像废弃的垃圾袋那样令人讨厌，甚至带来危害。如果你留意的话，你所知道的金融工具中有很多都是金融衍生工具，或者，它们的存在是因为金融衍生工具的存在。可以不夸张地说，没有衍生产品，就没有现代金融理论，也没有现代金融业。我们在第17章会回过头来解释这种说法。

金融工具虽说多样，但并不是无章可循。本书对它们进行归纳整理，希望能给你一个比较清楚的、系统的认识。但是如果想每种工具都介绍，不仅办不到，也没有什么意思。反正大部分细节看过之后都会被忘掉，我们还不如干脆省掉。如果你遇到什么新的金融工具，你可以试图把它和书里提到的各种工具联系起来，应该说十有八九这个新东西是过去产品的组合和包装。你也可以用书里提到的关于衍生工具定价的基本原则对它进行分析，多数情况下你应该能对它有个比较清楚的认识：它起到什么作用，有什么潜在回报，有什么潜在风险。如果你还弄不清楚，人家说这是种新的工具，说它只赚不赔，听上去好像比你过去知道的东西要好得多，一般来说，你应该回答：“谢谢，再见”。或者，像我这个人有时候比较粗鲁，说：“嗯，这么好的东西，我觉得你还是留给你自己好了。”

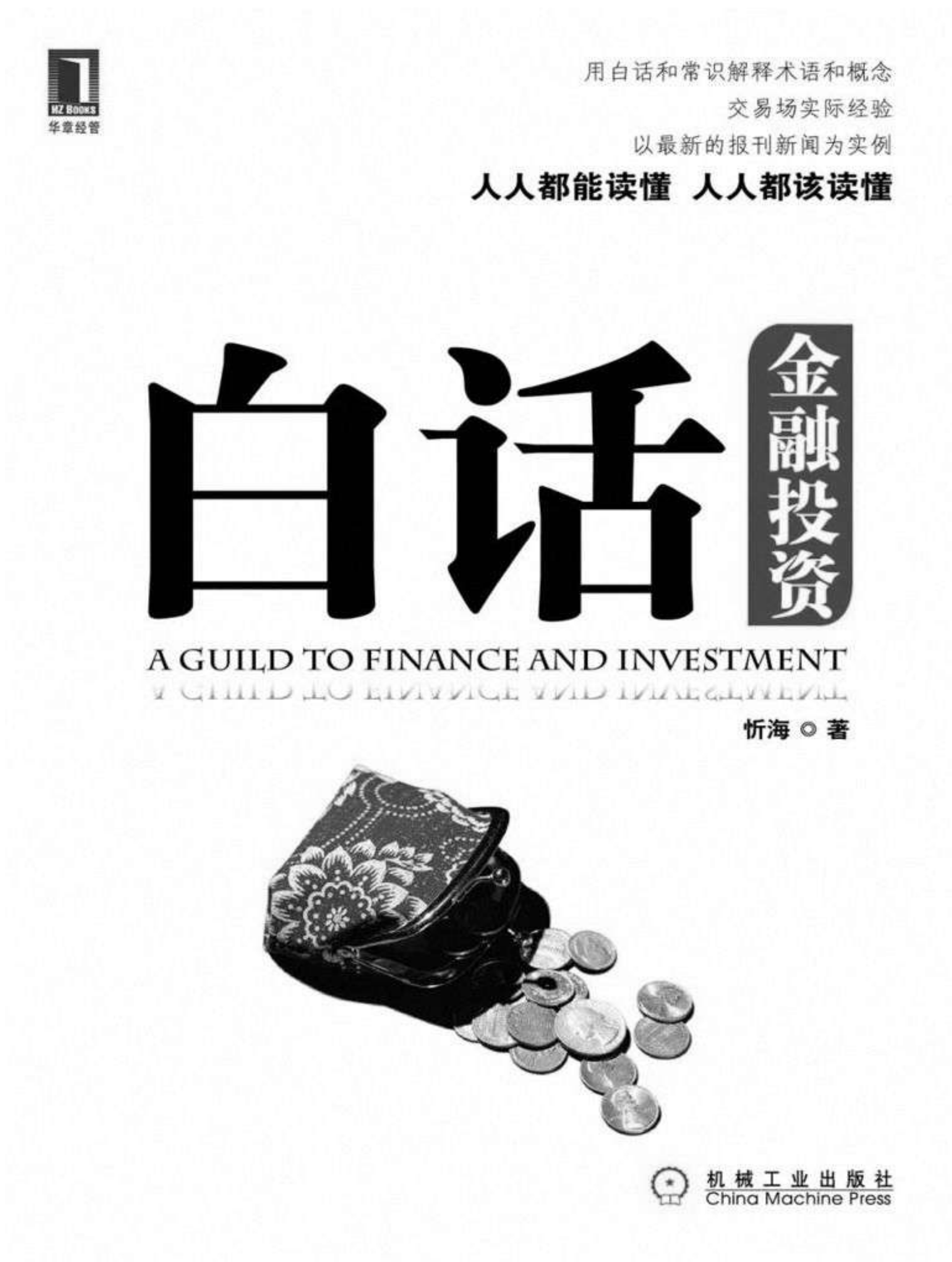
钱往高处走，水往低处流：钱的流向

我们说过，金融市场的主要功能是将钱从有钱的参与者手里送到没有钱但是需要钱去生产（或者消费）的参与者手里，那么钱是如何流动的呢？有两种主要方式：一种叫间接融资，一种叫直接融资。

间接融资是比较传统的融资方式，投资者或者储蓄者把钱交给金融中介（主要是商业银行，近几十年也包括各种基金），金融中介先咬一口，然后通过借贷或者购买证券将钱交到借款人的手里。借款人拿钱去生产或者消费（比如房屋按揭），所收的回报的一部分（和本金）交回金融中介，中介再咬一口，剩下的交给投资人或者储蓄者。各类金融中介的资金来源和去向见表1-2。直接融资主要是通过金融市场：投资者或者储蓄者直接购买各类证券，钱直接送到借钱人的手里，绕过中介这一关。借钱人则将回报直接交给投资者或者储蓄者。渠道一般是两条：一条是通过支付红利或者息票，另一条是通过资产增值。从道理上来讲，直接融资的效率应该高一些，因为少了中介这个环节，并且一般观点都认为市场是最有效率的交易场所。这是现代金融的一个非常重要的发展趋势，影响到金融业的每一个方面，最近二三十年发展较快的是直接融资也为这种观点提供了佐证，本书所介绍的大部分内容都与直接融资相关。但是直接融资会不会最终取代间接融资呢？目前来看还不会，因为它们各有各的优缺点，有互补的作用。金融中介要解决金融投资领域一个非常重要的信息不对称问题，这个功能并不能完全被市场所取代。要使金融系统合理、有效地工作，必须有足够的、准确的、及时的信息，有效的金融市场的一个重要作用就是传播信息，而有效的金融中介的重要作用就是改善信息不对称的问

题。同时，解决信息不对称问题也很需要我们后面提到的另外一类中介——监管机构。

表1-2　金融中介资金的来源和去向



总体来说，金融体系通过各种方式、工具、中介将存款人或投资人的钱转到借款人手里（见图1-1）。那么金融体系是通过一种什么方法来完

成这个超级复杂的任务呢？简单地说，金融体系是通过回报为投资风险定价：风险高的回报高，风险低的回报低。各种投资工具的风险有别，有的大，有的小，有的先小后大，有的先大后小；有的风险像大地震，很少发生，但是发生一次吓死人；有的风险像荡秋千，来回摇摆，但是永远也摆脱不了那个圈子。金融体系为这些林林总总的风险标上价钱，价钱就是回报。回报使钱往高处走；但不是越高越好，而是在风险等同的情况下越高越好。

通过金融系统对风险的定价和对资金的调配，各方都会受益，整个经济也都受益。

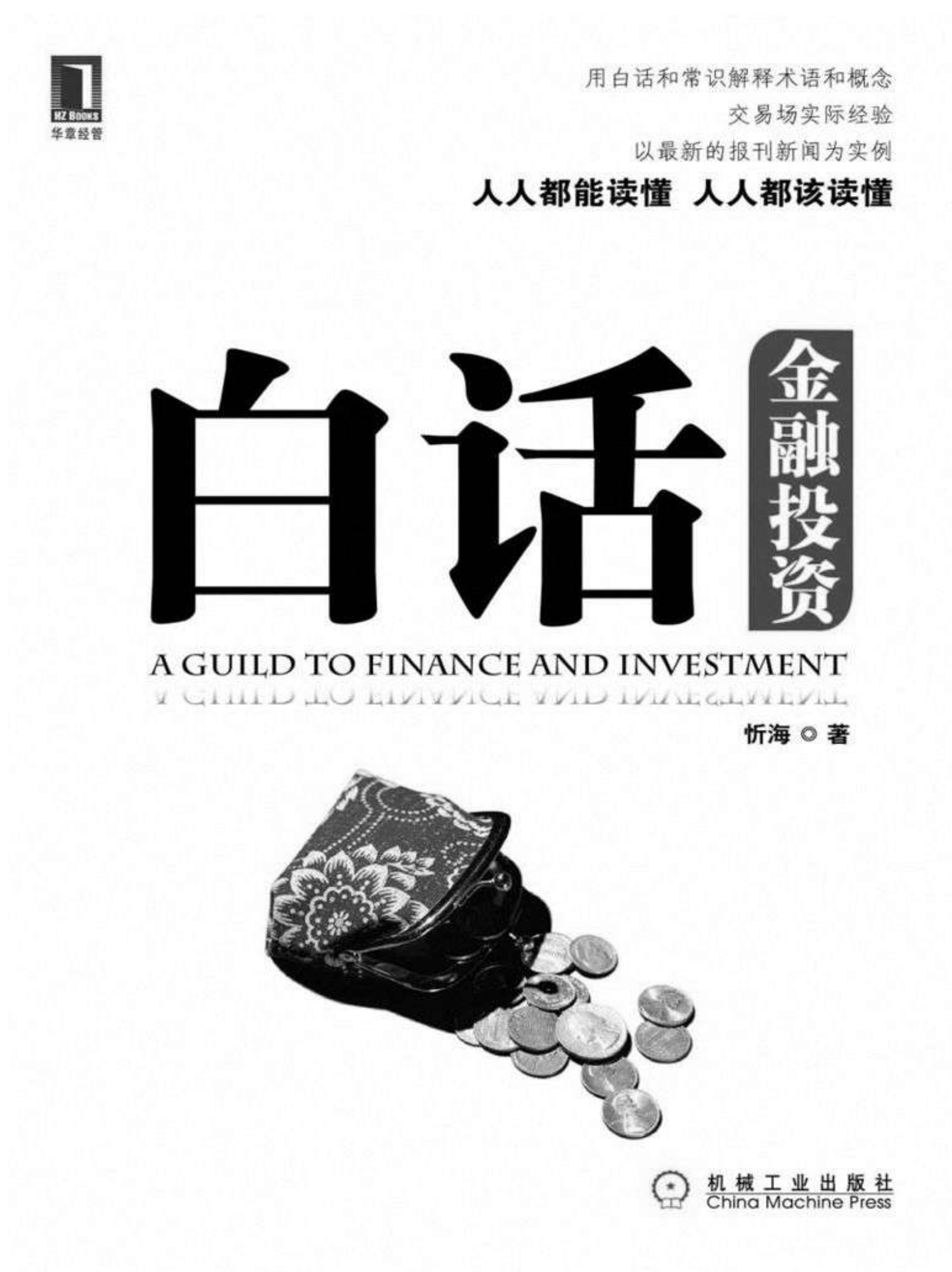


图1-1　金融体系的两种融资方式

炒炒炒：赌场、金融市场和实业

金融为社会提供一种不可或缺的服务，这种服务是创造财富的，所以金融业在发达国家的国民生产总值里占有很大的比重，有人说太大的比重，有些本末倒置。但是我们必须分清楚：金融行业所创造的财富和投资人通过金融市场投资以后所获取的财富增加，二者本质上是不同的。一个是皮，一个是毛。我们说过，金融业的存在主要是为了能将资金转到需要钱去生产、去创造的人那里，也就是转到做实业的人那里，做实业的人创造了财富，然后将一部分通过利息或者红利分给投资人，所以，投资人通过金融市场投资以后所获取的财富增加其实是发生在金融市场之外的，这是皮。为了能获取财富增加，投资人需要通过金融市场、金融中介的服务，这些服务是有代价的，这就是金融行业创造的财富，这是毛。因此，从某种意义上说，金融业创造的财富，其实间接来源于实业。但是非常关键的一点是：投资金融工具的收益，来源于金融之外，这是金融行业和赌场的主要区别。与金融业一样，赌场的服务也创造财富，但是赌场基本不会在外界创造财富。很多人把金融投资和赌场完全等同，这是不对的。

另一个值得一提的概念就是，如果大家都炒炒炒，把股票价格炒上了天，这是不是创造了财富呢？不是，如果股价只是被炒上去的，实业并没有创造新的产品或者服务，财富并没有增加。那么为什么算起来大家都富了很多呢？原因在于买了股票的人相对富了，没有买股票的人相对穷了，总财富并没有增加。与房价上涨一个道理，社会财富并没有直接增加，不过是有房的人向没有房的人课税而已。

正是因为这一点，股票以及其他金融工具的价格最终要取决于它究竟

能通过实业创造多少财富，也就是人们常说的基本面。若股价偏离基本面太多，那么迟早是要回归的。短时期的炒作行为所创造的不是财富，而是财富的再分配。在金融市场短炒或者投机，其实和赌场有些像，旱涝保收的是赌场，炒家总体来说是要赔钱的。虽说如此，但是很多人还是要去赌场，原因可能是他们能得到精神上的愉悦。你如果能在短炒中得到类似的乐趣，不去计较得失，那么短炒这种做法也不是一无是处。关于短炒，我们在第15章会细说。

本书能帮你什么，帮不了什么

关于金融投资的书很多，从普及类的到与高等数学课本差不多的高深类的都有，你手中的这本是普及类的。本书与现有普及类金融读物相比有以下几个特点。

本书对金融行业和理论进行了全面、系统地介绍，不是突出银行、股票分析，或者理财与投资。关于理财和投资的书很多。本书的目的是向你介绍一下“森林”是什么样的，大致说说里面有什么样的树（和野兽），其中的种种细节则基本不在本书的范围之内。

本书理论与实践兼顾。作者在金融机构从事研究和销售工作多年，本书尽量保持理论和实践的平衡。作者的观点是，金融工具之间大同小异，最主要的一点是：没有哪个工具是更好的，只有某种工具更适合于某种目的，所以本书尽量避免堆砌大量的术语和数据，而是多举事例，多用白话，多说枝节和金融体系的关系。作者也不想（想也没有能力）把本书写成滴水不漏、自成体系的教科书。很多金融投资方面的书籍里面都配有大

量的数据和图表，因为金融行业应该是数据最多的行业，但是除非特别必要，我们尽量不去引用各种数据，比如哪种期货在哪个交易所交易，哪种债券的交易量是多少，等等，因为这些数据在网络上很容易找到。

本书争取运用简单的语言，但是又会避免像对待小学生的那种态度，所以不会做太多的简化。金融总体来说是一个从实际出发的行业和学科，很多东西都在变化，很多东西都没有固定结论。

那么这本书能帮你什么，又帮不了你什么呢？

如果你对金融的兴趣仅仅限于找到一本读完之后能够使你在股票市场赚大钱的秘籍，这本书的目的虽然不能说与你的兴趣背道而驰，但是全书的一个基本论点是：除非是在金融市场工作，赚取工资和丰厚的奖金，在金融市场投资赚大钱或者赚快钱是很困难的事情。本书在介绍各种市场、工具、中介和理论之后会总结为什么困难，也会提出几条虽说听上去普普通通但是却被证明是行之有效的投资原则。我们的想法是：要想赚钱的话，还不如多动动脑筋想想如何通过实业（包括提供金融服务）来赚钱的点子并将其付诸实践。

如果你是金融行业的从业人员，或者想对金融投资的各种问题有个比较中立、全面的了解，或者你是准备在金融行业就业的大学生，是在准备考CFA之类现在很火的认证考试的话，那么希望本书能给你一个有关这个行业的比较清楚的脉络：金融行业都有什么部类，都是干什么的，有什么关系。这个行业很庞大，分工细致，对全局的了解应该是很有用的。如果大学生、MBA学生还没有决定究竟选择金融行业的哪一部门就业，本书应该能帮助你。

如果你既不投资炒股，也不打算在金融行业就业，读完本书，你应该在看报纸的金融投资版时对那里面说的事情能略知一二，甚至三四：为什么美国的房屋抵押贷款问题能影响全球？为什么中国人民银行又上调了银行的准备金比率？为什么某投资银行2008年人均收入是60万美元？为什么中国证监会要限制某公司？为什么这家上市公司炒卖外汇赔了很多钱但是他们还解释说这是对冲？诸如此类的问题。

对于一个工作与金融有十万八千里之遥，又对金融投资炒股毫无兴趣，遇到金融投资版面马上把报纸扔掉的人，这本书又能为你做些什么呢？

·它可以让你知道如何对待你的积蓄（和投资）。

·它让你开始考虑自己退休以后的经济来源。

·它可以让你知道你进入银行之后该买什么，不该买什么。

·它可以减少你对金融的迷惑或者厌恶。读完之后，你也许会想：金融知识无非是一些常识，一些到处都适用的通俗道理，外加些外人听不懂的术语。懂一些术语和基础知识，不用太多，金融版面也可以读出时事版面的惊心动魄，也可以读出八卦娱乐版面的耸人听闻。

我知道最后一点目标可能定得有些高，但是我不能不试。

关于如何赚钱这个话题……

在本书的许多章末我们都有一个小节讲如何赚钱的话题。看了上一节

所说的论点，这样一个话题好像有些哗众取宠。的确有点，许多人读金融书的唯一目的就是想找到赚钱的方法，尤其是赚快钱或者赚没有风险的钱的方法。我们前面已经说过，这基本上是不太可能的事情。那么关于这个话题又有什么好说的呢？我们会简单讨论一下学术界关于这个相关章节有些什么课题和成果。金融学是一门以实证为主的科学，大量的数据又为各种计量分析提供了上好的素材，我们尽力在相关话题里总结一些比较主流的研究结果，当然我们关注的话题都和一个问题相关："如何赚钱"。其实至少有一半的金融论文都是关于"为什么赚不到钱"，我们对这些话题也兼收并蓄，因为我们认为认识一个硬币的正面与认识一个硬币的反面同样重要。

谈论大数

我们在本书里尽量避免引用各种金融数据，尤其是资产、交易量、价格这样的数据，如果读者知道那是什么东西的话很容易在网上找到各种数据，所以我们不花篇幅赘述。有时我们在介绍某种市场有多大的时候不得不提一两个数字，一般都是很大的天文数字，为了能使读者有更好的概念，在可能并且合理的情况下，我们将这些数字与美国和中国2007年的国民生产总值进行比较，附在数字后面，给你一个相对的概念。

美国2007年的国民生产总值为13.8万亿美元，中国为25万亿人民币。比如后面会说到全球债券数额37万亿美元，我们会注明"（2.7倍美国；10.8倍中国）"，意思是相当于2007年美国国民生产总值的2.7倍，中国的10.8倍。2007年年底1美元兑7.3元人民币。

本书的结构

我们把全书分成五篇：入门篇、工具和市场篇、中介篇、应用篇和拾遗篇。

入门篇介绍金融的基本知识，或者说复述一些大家都知道的常识。金融理论没有什么特别高深的东西，大部分都是常识，是用很多术语包装起来的常识，所以在这个部分，我们先来说说这些貌似浅显的道理，包括回报、风险、杠杆、套利、对冲和多元化。我们还会关注要了解金融必须要了解的三个要素：市场、工具和中介，它们是什么意思，有什么种类等。我们在这里强调股票和债券这两大最重要的金融工具以及这两种工具交易的市场，我们还在这里引入现代金融业最重要的工具——金融衍生工具，并简单介绍它的种类和功能。衍生工具这个话题涉及面很广泛，所以我们在后面几个章节会回过头来再谈：比如在工具和市场篇里我们会分别谈及各类衍生工具、包括利息和债券衍生工具、股票衍生工具、外汇衍生工具、商品衍生工具等，在中介篇有关银行的介绍里我们会谈到投资银行如何通过衍生工具赚钱，在应用篇里我们看公司和个人如何使用衍生工具，在风险管理一章我们看衍生工具如何用于作为控制风险的手段，在理论与实际结合一章我们看衍生工具的定价和交易，最后在展望未来里我们把所有提到的关于衍生工具的话题做一个总结和展望。之所以我们要花如此多的篇幅来谈衍生工具，原因在于它的重要性，它在现代金融业里无孔不入的渗透。很多金融类的书籍都把衍生工具专门拿出来写一章或者几章，我们没有这样做的主要原因是，我们认为衍生工具是毛，基础资产是皮，我们要强调皮与毛的关系，强调绝大多数的衍生工具都可以通过基础资产复

制，所以不是什么了不起的东西，没有必要将衍生工具神秘化。

市场和工具篇介绍最重要的几种金融工具和它们交易的市场：债（包括债券和债务）和债券市场，股票和股票市场，外汇和外汇市场。这里面有许多细节性的知识，我们走马观花，大致掠过，看过之后记住记不住没有什么关系，但是重要的是了解各种金融工具大方向上的异同，了解各种工具的价格走势都受到哪些因素的影响，了解为什么花工夫去预测这些价格的走势很可能是件出力不讨好的事情。

中介篇的重点是银行，它是金融业的核心，是整个经济生活的枢纽，银行出现问题会波及社会的各个角落，所以在当前的金融危机中，各国政府都在竭尽全力拯救银行。我们在银行一章里会介绍银行的功能、特殊性以及对银行的监管，我们还特别介绍在最近20年地位显赫，但在这次金融危机中名声扫地的投资银行，介绍它和它的姊妹商业银行的关系。我们在银行一章中还会介绍监管银行和执行货币政策的中央银行。中介篇的其他章节将介绍基金行业，其中包括共同基金、对冲基金、保险基金、养老基金和私募基金等。有的书把基金放在市场和工具里面介绍，那也未尝不可，因为基金作为各种金融工具的组合也可以算做一种工具。之所以我们把它归入中介篇，是因为我们不觉得股票基金和股票的差别很大，大到能使股票基金专门占一个章节，我们想突出基金的原理和它的管理机构，所以我们把它归入中介篇。保险业我们简单提过；监管我们也把它归入中介篇，我们在其中介绍监管要面对的种种问题和它们的对策。其他金融中介，包括私人银行、财务公司、托管银行和个人理财顾问，我们也只是大致提及。

在应用篇里我们来看金融业里最主要的三个参与者（除了中介之外）如何使用金融业所提供的市场、工具和手段来达到自己的目的。政府如何制定和实施各种金融政策，如何实行宏观调控；公司如何融资，如何改善资本结构，如何兼并，如何对冲风险；个人如何投资理财，如何选择投资组合。在谈到这些话题的时候我们尽量应用上面两篇中介绍到的知识。

拾遗篇中包括一些比较零碎的话题，风险管理是近十年中最重要的领域，也应该是将来十年中发展最快的领域，尤其是在中国，我们单独介绍它的定义和实际操作。我们把金融理论和实践单独分出一个章节来说，其中会谈到过去五六十年里金融学的几个最主要的突破以及它们对金融行业的影响。我们也简单介绍有哪些地方金融理论和实践比较脱节，这些也正是金融研究今后面临的挑战。本篇的其他几个话题都是经常被提及的：欧元、金融危机、金融中心和伊斯兰金融，我们简单总结一下过去的发展。然后我们专门来谈一个可能比较有争议的话题：如何和金融行业的人打交道。这一般不在介绍金融业书籍的范围内，但是我们觉得这是一个有意思的话题。同时我们也谈谈许多大学毕业生都可能会考虑的一个问题：在金融业就业的利弊，以及如何踏入金融业的门槛。最后我们冒着被耻笑的危险，预测几个对金融业产生深远影响的话题。

本书的最后是作者自编的中英文名词对照和索引。所有在本书正文中黑体的名词都收录在书后的中英文名词解释中，注解也都同样本着白话的原则，以通俗解释概念为主，以面面俱到、滴水不漏为辅。

2　金融的几个基本概念

钱的功用

常言道：“有钱能使鬼推磨。”为什么呢？还不是因为钱好，钱有用，连鬼都喜欢。

钱的功用其实很直观，我们每天都遇到，只不过不常坐下来总结吧。第一，钱是一种支付手段，是交换的中介，为社会经济提供润滑剂；第二，钱是价值的存储工具，对个人来说，能将这一时期的盈余在下个时期消费；第三，钱是价格的尺度；第四，钱是投资的手段，这与第二点相近，我们后面还会提到。

说起钱，不能不说另外一个概念，流动性。流动性有好几种用法，一般而言，当谈及某资产或者证券流动性比较好，其意思就是说，该资产或证券比较容易变成现金。从这个角度来说，现金的流动性最好，不用变，直接就是现金。活期存款和现金基本等同，马上可以变现。如果国库券的二级交易市场搞得比较好的话，国库券也是流动性比较好的资产。而在另一个极端，不动产、古典汽车之类的资产的流动性就比较差。一般来说，人们总是喜欢流动性比较大的资产，因为比较方便和安全。换个角度说，什么东西的流动性不好，那就需要有一定的溢价才能吸引投资人持有，这叫流动性溢价。有时候金融专家会说：目前流动性过剩，或者说2007~2008年的次贷危机是由于格林斯潘在任期间货币政策太松、流动性过剩引起的，这里流动性指的大致是货币供应量。货币供应量不等于现金

数量，在一个社会的货币供应量中，现金所占的比例并不大，一般不到10%。所以，有时候我们需要区别钱、现金和货币（流动性）的不同。还有时候人们会问："这个产品的流动性如何？"他问的是这个产品发行以后交易量如何。金融家说："这档基金我们每周提供流动性。"他的意思是基金每周可以有一次申购和赎回的机会，其实也是从变现的定义那里引申出来的。

钱和投资开工厂办实业有什么关系呢？如果没有钱，投资的唯一手段就是消费少于收入，也就是说储存实物，这其实就是储蓄。如果没有钱，储蓄的唯一手段是购买实物，这其实也就是投资。所以，如果没有钱的话，投资活动和储蓄活动很难区分开。有了钱之后，钱充当了价值储存工具的角色，所以储蓄的人不再储存实物，只需存钱即可。而需要钱进行生产（投资）的人也不需要通过储蓄来完成。投资活动和储蓄活动脱钩，有钱要储蓄的人把钱借给用钱投资的人，这对双方都有好处，对于整个社会经济也有好处。所以说，钱的存在使储蓄和投资生产都更为方便。按照我们前面说过的定义，储蓄的人把钱借给用钱投资的人的过程就叫金融，而金融中介的存在使这个过程更为灵活和有效。

一个社会到底有多少钱才算合适呢？这个问题很大，这是货币经济学研究的范畴，也是各国中央银行所要做好的工作，不是这本书要回答的。如果对货币供应不加控制，会带来高通货膨胀，接下来就是大萧条。物价快速上涨，货币的储值功能就会消失，人们就会纷纷把钱换成实物或者购买服务，钱就不值钱了。2008年8月，津巴布韦发行千亿元一张的钞票，就是这样。

回报，钱的时间价值

用钱投资就是为了获取回报，回报就是钱的价格。如果我们来看最主要的两种金融工具——股票和债券，它们的回报可以有两个来源，一个是债的利息或者是股的红利，另一个是资本升值。两个方面对于投资人来说同样重要，利息和红利一般是手里的现金，升值虽说没有成为现金，但是可以变现。在西方发达国家，利息、红利和资本升值在税收上的处理差别很大，所以如何合理地处理它们之间的关系对投资人来说是个非常重要的问题，西方有大批的银行家、会计师和律师，专门想出各种办法，通过把利息、红利改头换面成资本升值或者相反的操作来替投资人合理避税（有时候擦边球打得太擦边，也常有被税务机构判为出界的）。

一般衡量回报都会用回报作为分子，用本金作为分母，一除，得出个百分比，那就是回报率。比如一只股票，年初购买的价钱是100元，一年两次红利，各1元，年末股票价格是150元，这一年的回报就等于52%。计算回报有什么注意事项呢？

首先，每种回报都有一个时间概念。炒股一天，本金100元，收市的时候完全出手，赚回了5元钱，那么这一天的回报是5%。买一张面值100元一年以后到期的国库券，花了100元，利息3%，一年以后连本带息收103元，这一年的回报是3%。这两个回报不好直接相比，因为时间不同。在金融里面，一个通常的做法是将所有的回报年率化。比如，炒股一天赚了5%，年率化之后一年的回报是5%乘以365天等于1825%。其实这种乘法本身没有什么不对，但是我们应该想想它后面隐含着什么假定：那就是说，每天都能赚5%，而且一年365天每天股市都开门！所以，我们看投资

回报的时候，应该想到它所包含的时间概念以及它所隐含的假定。

其次，回报有历史回报和预期回报（或者叫将来回报）的差别。历史回报说的是过去的回报，预期回报是将来的。上面说的两个例子其实都是历史回报，是投资完成之后计算的。历史回报有时候能为预期回报提供一些参考，但不是什么时候都准确。比如上文提及的国库券，购买时的预期一年回报（这叫到期收益率）其实也是3%，但是短期炒股的预期一年回报肯定不是1825%，能有20%～30%就算很好了。

再次，有的投资人计算回报，有时会把红利或者利息部分单独拿出来看，对股票计算红利回报率，对债券计算息票回报率。为什么呢？因为不管是红利还是利息，它们都是现金，是蛋，是立即可以享用的回报。但是由资本升值所带来的回报是要在出售了以后才能实现的，那是鸡的一部分。一旦出售，你就不再能享受到投资的回报了，所以有的投资人很看重红利率这样的回报数据。

金融理论书籍里面常常会提到另外一对概念：实际回报和名义回报。我们平常所说的回报都是名义回报，它减去通货膨胀率之后得到的则是实际回报。日常金融操作或者专门讲投资的书很少会提到实际回报，因为计算名义回报很容易，人们平常看到的也都是名义回报。但是对于一个储蓄者或者投资者来说，他拿回来的钱最终要用于消费，所以通货膨胀的高低，也就是说实际回报的高低，应该是一个的很重要决策考虑。当实际回报低的时候，人们就会借钱多于存钱，实际回报高的时候，人们的行为正好相反。我们在这本书里谈及回报时一般是指名义回报，因为这是金融行业所常用的。近10年开始流行的商品投资，以及投资的历史最久远的资产

（不动产）和实际回报概念的相关更大。

本书还会用到的一个概念是超额回报，也是金融里面比较常用的，一般是指超出无风险回报的那一部分回报。简单地说，无风险回报是指政府以本国货币发行的国家债券的回报，因为通常认为政府可以打开印钞机给买了国债的人还本付息，所以这类债券是无风险的。因为它没有风险，所以其他各种投资的回报可以以它作为参考，某项投资的回报减去相应国家债券的回报所得出的数字就是超额回报，这个回报是因为该项投资承担了风险得到的。

与回报紧密相关的一个概念是钱的时间价值，这在金融中是一个至关重要的概念。对于眼前的现金和一段时间以后的同样一笔现金，大家都更想要眼前的现金。为什么？因为你可以用那笔钱储蓄投资，赚取回报。所以，钱的时间价值的体现正是钱的回报。如果让你挑选眼前的一笔现金，或者一段时间以后的同样一笔现金外加合理的投资回报，你可能会觉得它们是等同的。同样的道理，你可以把将来任何时候的任何一笔钱“折算”为现在的钱，这种方法就叫折现或者贴现；或者把现在的一笔钱通过未来值的方法，计算将来与它等值（不是“等额”）的一笔钱该是多少。这种计算是金融投资里面最常用的方法，基本上可以适用于任何一种金融产品，以及公司或者项目的估值。在折现过程中使用的回报率又叫贴现率。贴现率取决于当时利率的高低，还取决于被贴现的这笔钱中所包含的风险有多大。风险越高，贴现率也应该越大。

风险

金融是把有钱人的钱转到需要钱的人的手里的交易，钱转移的动力是各种不同的回报，如果每种回报都是事先能确定的，那金融交易就很简单，钱都流向回报最高的金融工具。在现实生活中，每种回报都有它的不确定性，也就是说，虽然我们能在事先预测一下回报会有多大，但是我们没有办法肯定最后的实际回报究竟是多少。如果实际回报低于预期回报，这就是风险。风险，就是赔钱的可能和可能要赔的钱。金融这个行业就是要在不确定性中寻找最佳点，也就是说，如何以最小的风险赢取最大的回报。

关于风险，了解下面几点很重要。第一，风险是针对将来的，没有发生的事件才有不确定性，才会造成风险。第二，风险是有时间段的。可以看一天的风险、一个月的风险，或者一年的风险。有的投资短期风险大，但是长期风险小；有的投资正好相反；有的两头小，中间大。第三，可能要赔的钱取决于两个因素：赔钱的可能性和赔多少。二者都很重要，不能只看一面，或者只看它们的乘积。有的投资赔不了多少，但是赔钱的可能性比较大，比如每天拿着小本钱去股市小炒；有的投资赔钱的可能性不大，但是一赔就可能血本无归，比如购买雷曼银行的债券。第四，风险是相对的，不同的人可能对风险有不同的看法。有人觉得不管可能性有多少，血本无归是极大的风险；但是有人觉得也没有那么可怕。最后，风险源于不确定性，不确定性有很多种，风险因此也有很多种，其中金融业的两种主要风险是市场风险和信用风险。我们在后面会仔细介绍各种风险的定义和不同。

风险的大小用什么来衡量呢？有很多种不同的计量标准，市场上最常用的一个风险叫波动性。我们不去细究它的技术定义，举个例子吧：如果

你测量一群人的身高，你会得到这群人身高的平均值，比如1.70米，然后你开始把平均值稍微高一些和低一些的人集合起来，等到你大概把2/3的人都集合到一起了，2/3的人里面最高的（1.80米）人和平均身高的差别是10厘米，最低的那个人的身高也应该和平均身高相差大概10厘米。虽说不太科学，这个10厘米基本上就是波动性的定义。你可以把10厘米除以平均身高1.70米得到一个百分比，5.9%，人们一般说的波动性都是一个百分比。统计学里面，这也叫标准差，当然定义要比我们所说的严密得多。你可以想象，如果一群人个子参差不齐，那么上面这种方法得出的波动性就高一些；如果是一队天安门升旗的战士，波动性就很小。在金融领域，若一种市场或者一种工具的波动性大，就说明将来的投资回报也许会和预期差别很大，相应的投资风险就大。相反，波动性小，说明将来的投资回报也许会和预期差别很小，投资风险就小。比如，目前恒生股票指数的波动性是40%，那就是说，一年之后，大概有2/3的可能性恒生指数会在目前水平的正负40%之内。换句话说，有1/3的可能性恒生指数要么跌过40%，要么涨过40%。过去的波动性可以从过去的价格变化里面计算出来，将来的波动性要靠我们大家预测。历史能提供一些指导，但是历史不会一成不变地重复。

值得指出的是，风险是个涵盖很广的概念，波动性虽然提供了一种衡量依据，但它不是万能的。还有许多其他的度量风险的方法，各有各的优劣。近几年比较常用的一个风险计量指标叫风险值(VaR)，但是它也有自己的问题，我们在介绍风险管理的时候再详细阐述。

金融行业近20年发展中一个比较明显的趋势就是风险的量化：通过各种计量手段来精确分析、计算各种风险，然后通过金融工具，尤其是金融

衍生工具来控制、管理自己的风险。电脑的广泛普及加快了这个趋势，大量数据的存在是另外一个动因，最后的一个促进因素是，金融业里面大量学过计量工具甚至是专门学过量子物理或者高等数学的就业人员。这个趋势的好处是使金融行业更加有效率，但是不良之处是：一味的量化使人们把目光越来越集中在几个风险指标上，而不再去考虑这些指标是不是客观、准确地反映了市场或者投资的真正、所有的风险。古人云："一叶障目，不见泰山"就是这个道理。

风险调整后的回报

风险和回报是两个紧密相连的概念，金融研究和实践最重要的一个原理就是：只有高风险才能带来高回报。但是风险的意思却是说，你有可能赔钱，甚至是血本无归，那么，高回报又从何谈起呢？这是一个预期的概念，或者说统计的概念：在你投资一个高风险的产品之前，你有可能赚钱，也有可能赔钱，推算下来，赚的钱（赚钱的可能性乘以赚多少钱）要大于赔钱的可能性。换句话说，如果将来能像一个骰子一样被你重复掷很多次的话，那么平均很多次不同的结果，你应该是赚钱的。可惜我们知道，完全同样的投资只有一次，不可能重复，所以你得到的结果也只能是一个：有可能赚钱，也有可能赔钱。很多人在评论风险的时候用的是事后论英雄的逻辑："这个为什么赔了？你不是说风险小吗？"其实风险和回报都应该从事先的角度来看，一项投资事后赚了钱并不意味着风险小，事后赔了钱也并不意味着风险大。

那么面对包含着不同风险的回报，如何才能判断哪一个是最值得冒的风险呢？从很大意义上讲，整个金融投资学的理论都是在为这个问题寻找

答案，金融投资的实践则为不同的风险标出价格（也就是它的回报）。人们常常提到“风险调整后回报”，意思是通过某种方法，对回报进行某种调整，把高风险的投资（比如投资单个股票）回报调低一些，而低风险的投资（比如投资国库券）回报不用调低过多，这样得出的回报值就叫风险调整后回报。可惜每个人对于风险的态度不一样，所以没有普遍适用的调整方法，即便大家的态度相似，调整的方法也有很多。其实调整以后的回报数值不太重要，重要的是大家意识到为什么要调整，为什么用各种回报直接比较是一件不很合理的事情。

撬动地球的注意事项：杠杆

阿基米德说过一句名言：给我一个支点，我能撬起地球。中学的物理老师还会指导学生计算出：如果阿基米德真要撬动地球一厘米，若他用光的速度往下压杠杆，那他也需要1000万年的时间。杠杆的作用就是用较小的力量去干较大的事情。杠杆在金融里的意思也是借用此意，就是用别人的钱为自己干（较大的）事情。杠杆这个词在金融里面有许多使用方法，但是一般都和借钱相关。

为什么要借钱呢？公司借钱可以干更多的事情，进行投资活动，使股东资金发挥更大作用；个人借钱可以改变消费的模式，比如，不用等到快退休时才存够钱买房子，刚刚买了房子又要考虑如何支付老年的各种费用；个人还可以借钱买股票，赚了的话可以大赚一把，赔了的话，可以以后再说；政府为了拉选票或者为了减缓经济衰退的后果，可以借钱修路、减税等。

这些都是杠杆的好处。但是杠杆也有不好的地方：借了钱，风险也就更大。拿一个公司来说吧，如果借了钱，公司年景不好还不了利息或者本金，那么公司就只好破产。个人借了钱买房子，如果没了工作还不上月供，那么银行就要把房子收走。如果个人借钱买股票赔了，那么不仅是血本无归，而且还欠了一屁股债，最后有的人宣布破产，有的人则拿根绳子套在脖子上。政府借钱还不上的情况比较特殊，一般是在借了外币的时候才会出现，这时候政府就宣布拖欠债务，国际投资人穷追猛打。如果欠的是本国货币，政府可以开动印钞机，但是人们很快就会发现钱不值钱了，于是抢购各种物资，物价猛涨，政府的日子也就不好过了。所以，杠杆过高，风险就会过大。

杠杆的定义有很多种，每种又有不同的叫法。对于一个公司，杠杆的一种定义大致是长期债务除以股东资金，这叫负债权益比例。当前的股东资金包括过去的股东资金外加公司的本期留存利润。留存利润是非常重要的，对于公司来说，这是最便宜的资金来源。当公司选择资金来源的时候，一般是发股、发债、银行借款和留存利润。在西方国家，公司50%的资金来自留存利润。各个国家的公司寻求资本的偏好也不太一样，比如美国的债券市场比较发达，美国公司相对来说发行债券比较多；德国公司一般会向银行贷款，日本的公司也倾向借债；英国公司则比较喜好发股。杠杆对于个人或者家庭来说大致是所欠债务除以净资产，所欠的债务主要是按揭，但是也包括信用卡和其他赊欠的账，净资产包括各种投资（房产要减去所欠的按揭贷款）。另一种杠杆的算法是家庭总债务除以一年的家庭总收入。无论用哪种算法，近10年中，很多西方发达国家（除了德国和日本）的个人或者家庭的杠杆都大幅度上升。杠杆的概念也可用到政府或者

国家上，一个国家的总负债（包括政府负债和个人负债）除以它的净资产是一种杠杆的定义。一个国家的总负债（包括政府负债和个人负债）除以它的国民生产总值也是一种。一个国家的杠杆过高，这个国家的金融市场和货币就可能受到冲击。2008年的冰岛和韩国就是两个例子。

不止个人、公司和国家有杠杆，金融工具也有杠杆，尤其是金融衍生工具，杠杆在这里的意思大致是：你用一元钱的投资能够操纵多少钱的资产。比如，你拿一元钱买了股票，那么你只能操纵一元钱的股票，杠杆是1。相反，你用一元钱作为保证金然后去购买股票的期货合同，你有可能买到10元钱的股票期货，所以杠杆是10。一般来说，很多金融衍生工具的杠杆都大于1，有些可能远远大于1，所以很多人会说这些产品很危险。这其实与电动收割机和镰刀的区别一样，如果手被电动收割机碰到自然不是闹着玩的，但是如果因为这样就指责电动收割机或者强行要求使用镰刀就是矫枉过正。很多年以前我在银行接受培训时的老师在回答衍生工具是不是很危险这个问题的时候总说："是啊，赤条条地在厨房煎腌肉也很危险。"貌似危险的衍生工具为这个老师赚了很多钱，但是他最后却被貌似不危险的香烟夺了命。

还有，杠杆常常是可变的。这一点上，衍生工具又是很突出的代表，尤其是各种期权。期权的具体定义我们后面再说，但是它可以大致理解为期货外加一个保证你将来不赔钱的保险合同。也就是说如果按照期货价格执行的话你要赔钱，这时候你就拍拍手不买了。所以，在期权合同对你有利的时候它像一个期货，在可能赔钱的时候它又像什么都没有买。如果按照前面的例子，你交了1元钱的保证金（其实严格地说是期权的期权金）买了10元钱的股票期权，有时候你的杠杆是10，有时候却是0。因为这一

点，金融衍生工具的使用需要有一定专业的知识，有些貌似简单的东西其实并不简单。话又说回来，可变杠杆到处都是：公司、个人、政府的杠杆每时每刻都在变化，我们衡量风险的时候也应该记住这一点。

不同国家、不同时代对于安全的杠杆水平有着不同的标准。一般来说，利息水平越低，整个社会的杠杆水平就越高，这也很容易理解，因为借钱容易，利息又很低，大家都会觉得不借白不借。2000年的网络股泡沫破灭之后，美联储（格林斯潘）为了支持美国经济，大幅降低利率，所以2000年和2001年都有很多美国公司发行债券，美国的消费者也纷纷借贷，提高杠杆。2007年开始的次贷危机其实正是为过高的杠杆买单。

《金融时报》马丁·沃尔夫专栏　　（2008.9.24，13页）

为什么保尔森的计划不是危机的真正解决方案

【梗概】……美国国家各类债务从1980年的国民生产总值的163%上升到2007年的346%，其中最重要的借债人有两类，一类是美国的消费者（50%~100%），另一类是美国金融行业（21%~116%）。金融行业的资产负债表爆炸性增长，杠杆大幅度提高，行业盈利突飞猛进。但是高杠杆也有它阴暗的一面……

预期和套利

套利的概念首先是应用在外汇市场上。给你三种汇率：人民币兑美元，人民币兑日元，美元兑日元，它们之间不是毫无关系的，通过任何两种，你就可以换算出第三种，如果市场上交易的第三种汇率和计算出来的

汇率不同的话，那就是一个潜在的套利机会。你有可能通过买卖这三种货币，稳获一定的回报。我之所以用“潜在”和“有可能”这样的词，是因为你要考虑到支付各种交易的手续费，或者能绕过某些货币可能存在的管制。如果你通过买卖之后真的稳稳当当赚了钱，这就是套利操作，它是指利用市场上不同价格之间的不正常之处牟利。套利的关键是要走在别人前面，因为套利的同时也正是价格恢复正常的过程：两个相关的东西一个价钱高一个价钱低，套利操作就是卖出高价的买入低价的，这样高价的就会降低而低价的升高，最后价格恢复正常。或者也可以这样说：套利使价格更为合理。你可以把它用在金融领域的任何角落：各种债券之间的套利，在两个不同的股市上市的同一只股票之间的套利，现货和期货之间的套利等。套利的一个基本特征是它的收入是保证的，套利行为没有赔钱的风险。正是因为它这么好，所以现实生活中很少见到它。对于一般的投资者来说，套利的机会和地上捡到钱的机会差不多大，因为如果有什么机会的话，那些天天盯着市场的人早把它套没有了。因为套利是没有风险的，所以你可以想象找到套利机会的人会把所有的钱（包括借的钱）拿来进行套利操作，还招呼他所有认识的人来套，所以不合理的价格应该会很快改变的。正是因为如此，现代金融的一个重要假设是“无套利原则”，你也可以基本上假定，市场上没有风险的超额回报是不存在的。

预期是金融的另外一个概念，它比套利的概念要更直接：投资买什么金融产品，一般你都会有一个关于回报的猜测，觉得将来要涨你才可能买。金融市场上的买卖交易大部分都是因为人们有不同的预期才会发生：我预期涨5元，你预期跌2元，那么我买你卖，我们就可以做成一笔金融交易。从某种意义上说，交易的过程，就是我们所有参与交易的人的预期得

到体现、得到平均的过程：王老五觉得某种金融产品的价格将来要涨，他买一些，价格相应涨一点（也许涨得很小）；张小三觉得要跌，他卖一些，价格相应跌一点。最后某种产品的价格，就是我们大家的平均预期。这就像一个民主选举，大家各有各的主意，最后按照最高票数选出最接近平均民意的那个候选人。

很多金融产品的价格都是平均预期的产物，比如股价是该公司将来盈利的平均预期，政府债券是将来利息水平的平均预期等。但是，不是所有的价格都是预期。这是一个很关键的概念。许多期货的价格都不是平均预期的结果，比如，一年期的股票指数期货，一般会认为它应该是人们对未来一年股票指数走势的平均预期，其实不是的，一年的期货价格是由"无套利原则"决定的，大致等于目前股票指数，加上一年的股票指数成分股的红利（还加上一点出借股票的收入，我们略去不提），减去一年的政府债券利率。读者可以想一想如果期货价格高于或者低于上面说的价格，你如何可以通过前面提到的套利操作来赚取无风险利润。

总的来说，套利和预期都是价格形成的方式，但是当它们有冲突的时候，无套利原则优先。虽说这对于不十分了解金融的人来说是个细节，但是有些金融专家可能也不太清楚这一点，然而对于规模庞大的金融衍生工具行业来说，这是至关重要的一点，后面我们再细说。

投资和投机，对冲和风险控制

有人要区分金融市场上的投资人和投机人，因为按照一般人的看法，投资是好的，投机是坏的。有的人把短线作业的叫投机，把长线作业的叫

投资。其实这种做法没有什么太大的意义，投机和投资的目的都是赚取最大回报，没有什么不同。现在的投资手段，短到以秒甚至毫秒为单位的电脑自动短炒（所谓“高频交易”），长到投资时间5年以上的私募股权基金，对于不同的投资人不一定合适，但都应该看做合理的投资手段。

另外一个在金融行业广泛使用的概念是对冲，外界人士除了在对冲基金这个词里面听过对冲之外，这个词并不常听到。对冲的基本含义是如果你已经有了某种金融风险，通过购买相关金融工具来完全或者基本消除这种金融风险的做法。比如你准备去英国读书，明年需要支付1万英镑的学费，所以你担负着外汇风险：如果英镑在这一年上涨20%，那就意味着用人民币计算你要多交20%的学费。你可以和中国银行签订在一年以后按事先约定的汇率购买英镑的协议，这样你就锁定了人民币的学费数额，这就是对冲。中国银行和你签了这个合约之后它也开始有了英镑和人民币的金融风险，因为你通过对冲把你的风险卖给了它。一般来说，中国银行可能不会想要这种风险，所以它的下一步也是要去对冲这种风险。当然银行的对冲手段要比个人多得多：它同时和许多客户做很多单生意，其中有的风险互相抵消；它可以和其他银行交易；它也可以去交易所买卖相应的期货；它还可以通过现货市场交易；等等。所以你在银行交易室最常听到的一句话就是：“如果做了这单生意，我们如何去对冲？”别忘了我们前面说过的“非套利原则”，一笔交易的对冲成本对银行来说就是它们的成本，再加上银行要赚的手续费，到你手上就是这笔交易的价格。很多时候，对冲可能不是完全合适的，尤其是对于比较复杂的金融产品，银行就采取部分对冲，争取减少它最不愿意承受的风险，而保留它可以承受的风险。

对冲其实是风险管理的一种手段，一种很重要的手段。风险管理的另

一种重要手段是多元化：把鸡蛋放在好多个篮子里面。比如银行的贷款管理就会同时采取这两种手段，既要多元化，保证贷款的客户不是集中在少数几家，或者某个地区，或者某个行业；同时银行也会通过各种我们后面会提到的金融工具，对冲其中的一部分风险。

附带说一句，一般来说，对冲基金不对冲。对冲就是要设法完全消除风险，但是如果完全没有风险，也就没有了回报，所以对冲基金通常并不对冲。银行常常对冲的原因是银行作为交易中介可以赚取手续费。关于对冲基金我们后面再细说。

资产负债表

很多人听到资产负债表就头疼，有的人还会想起他的当会计的、永远是一副沮丧样子、毫无生气的大姨夫。其实说老实话，资产负债表是蛮可怕的，里面有很多有悖常理的东西！不过，我们这里简化之后的“三分钟资产负债表”应该没有那样糟糕。之所以非要谈一谈资产负债表是因为许多有关金融的话题都和它有关。

一般说起资产负债表大家都指的是某个公司的资产负债表（见表2-1），通常在公司公布的年度报表里面。这张表的左边是公司的资产，右边是公司的负债和股东资金。也就是说，右边是通过金融融来的资金，左边是如何花出去购买资产进行生产的：厂房、机器、原材料、生产出来的东西（库存）、流动资金等。所以从概念上说公司的资产负债表很容易。前面所说的公司的杠杆主要是右边的两大项（长期债务和股东资金）之间的比例。

表2-1　公司的资产负债表

[image]

银行的资产负债表（见表2-2）和公司的相比稍有不同，而且有些费解。在左边资产的那一边，列的却是它放出去的债务，购买的债券、房地产，以及在中央银行那里的法定准备金存款（见第8章）；右边是钱的来源：储户的存款，银行在货币市场上的融资（见第4章），银行发行的债券，以及银行的股东资金。股东资金在银行资产负债表的右边占了很小的比例，所以说银行是个高杠杆的行业。各国监管部门都要监管银行，包括设定这个比例的最小值（见第8章），以及限定银行准备金的最低值。银行的另一个杠杆比例是用资产负债表左边的资产除以个人存款，也就是说银行放出去的债务里面有多少钱是来自个人的存款。如果这个比例太高，银行的风险就会比较大。

表2-2　银行的资产负债表

[image]

其实个人、政府、国家、中央银行都可以列资产负债表，我们在分析考虑金融问题的时候也不妨在脑子里列一个简单的资产负债表：左边是什么活动，右边是钱从哪里来。一个很重要的问题是：如何对待潜在的负债和资产，尤其是潜在的负债？什么是潜在的负债呢？打个比方，对于一个个人，他退休以后肯定需要各种花销，包括将来的医疗费用，虽说这个数字具体是多少我们现在还不知道，但是我们可以估算一下。那么这个估算出来的数目是不是应该通过我们前面提到过的折现方法算出一个净现值，然后把它放在今天的资产负债表上呢？毫无疑问，这个数字可能会是很大

的，放上还是不放上将对资产负债表的形状会产生巨大的影响。与此类似，国家的资产负债表也面临着同样的问题，尤其是人们越来越长寿，老年人的比重越来越大。这个问题我们回过头来再详细看。

中央银行的资产负债表（见表2-3）和普通银行有些类似，右边的负债栏显示的是它的资金来源，主要是它印制的钞票和（强制）商业银行在它这里存的法定准备金；左边的资产显示的是钱的去向，一部分借给了商业银行作为流动资金，另一部分购买了政府的国库券（借给了政府），还有一部分是外汇，这主要是国家的外汇储备，其中也也可能包括黄金。最近几年金融业的一个突出话题是中国外汇储备的大幅增加，所以中国人民银行的资产负债表上这一项也增长很快。正是因为巨额外汇储备，中央银行也承担着外汇波动的巨大风险。

表2-3　中央银行的资产负债表

[image]

政府最重要的行为其实不是反映在资产负债表上：政府需要每年征税，然后把钱花出去：修路、办学、医疗、给公务人员开工资等。这些行为都不直接出现在资产负债表（见表2-4）上，而是出现在年度财政开支表上，相当于公司的利润表。只有当年政府的盈亏才会出现在资产负债表上。如果政府是财政赤字，也就是说入不敷出，那么它需要通过发行国库券或者变卖资产来填补漏洞。关于政府的资产负债表有两点值得一提：一是最近30年中很多国家都在走“小政府”的道路，意思是政府的资产负债表相对于国民经济小一些，通常实现的手段就是通过私有化各种固定资产，然后用私有化的钱来偿还政府负债，这样政府资产负债表的两边都减小；

二是常常被提到的人口定时炸弹，也就是说，2020～2050年，世界很多国家的政府可能都是破产的状态，因为人口老龄化，这些公民的养老金和医疗费用将会使很多国家入不敷出。但是这个问题并没有出现在上面的资产负债表上，因为那是将来的问题，现在要提出来、要解决的话会引起很多人的不满，甚至会导致政府的倒台，所以对政府和政客来说最好的做法是学习鸵鸟，把头埋进沙子里面。对于个人来说，也许你现在觉得到你退休的时候应该从政府那里拿到一份很稳妥的养老金，其实你应该估计到将来政府在这个问题上很可能是靠不住的，所以你应该及早行动，未雨绸缪。

表2-4　政府的资产负债表

[image]

最后我们列出个人的资产负债表（见表2-5），这不用多做解释，大家都应该很熟悉。其中打问号的是一些按照目前的会计准则可能不需要放在报表上的项目，但是如果放上去的话可能会令很多人大吃一惊：本来您也许觉得自己的小日子过得挺不错，个人的净价值是个令人很有成就感的正数（别忘了这个数字就是为了平衡资产负债表左边和右边的一个净值），但是如果加上养老的开支、将来的医疗花费、孩子的教育等，也许个人的净价值会突然变成一个令人丧气的负数。

表2-5　个人的资产负债表

[image]

我们在后面适当的地方在再回过头来看各种资产负债表。

3　金融三大元素：市场、工具和中介

引言

前面说过，要对金融有个比较全面的了解，主要是要了解三方面：金融市场、金融工具和金融中介，本章我们对这三方面先做大致介绍，然后在后面的章节再分头细说。一般的交易是一手交钱，一手交货，金融工具就是金融交易的“货”。金融工具和一般意义上的货物有些不同，它其实更像一张契约：交易的时候投资人把钱交出来，拿到契约，将来投资人凭契约收取投资回报（也可能是负回报，也就是说赔了钱）。最主要的金融工具是债券、股票和外汇，但是也还有许多其他工具，比如各类衍生工具。金融市场的划分方式有多种，但是通常是按照工具来划分的，比如股票市场上交易的是股票和股票衍生工具这类金融工具，债券市场上交易的是政府债券和公司债券以及各类债券或者利率的衍生工具。股票市场和债券市场合起来是证券市场，交易的是债券、股票这类有价证券。正是由于这个原因，我们把工具和市场放在一起，在工具和市场篇里面细说。金融中介琳琅满目，我们单独安排一篇细述。

顺便提一句，在金融里面，有时候一个名称可能会指几个概念，比如基金，它是一种金融工具，但是有时候人们把管理基金的基金公司也叫基金，基金公司其实是个中介。现在又有些新的基金产品在股票市场上交易，比如交易所买卖基金之类，所以你在股票市场也能买到基金产品，像一只股票。这其实是一个很好的例子，说明金融在不断地创新，不断地打破行业之前的壁垒。本书我们把基金安排在中介一篇里来讲，但是在这里

先提一下它的特殊性。

金融市场的种类：货币市场和资本市场

金融市场可以根据很多不同的标准分类。按照市场上交易的工具是新货还是旧货可以把金融市场分成初级市场和二级市场。有价证券首次由发行人出售、由最初的投资人认购的市场叫初级市场。初级市场对于需要钱的公司和政府来说是重要的，因为他们通过初级市场融资。股票在初级市场露面叫首发上市，这里面涉及投资银行和承销，我们后面再说。二级市场特指已经售出的证券被再次买卖的金融市场，换句话说，是金融旧货市场。谈起金融市场，一般指的是二级市场。二级市场上有券商、交易所、做市商等。在很大程度上二级市场对金融行业更为重要，主要有两个理由，第一，二级市场提供流动性，它使金融工具可以随时买卖，所以对于投资人来说更有吸引力；第二，二级市场交易能够更加准确、更加及时地决定金融工具的真实价格，为风险更好定价，为钱的合理去向提供信号。补充一句，不像其他商品，旧货市场通常藏在城市里某个角落，金融的初级和二级市场并没有场地上的分别。

按照交易是不是通过有组织的交易所来进行，金融市场可以分为交易市场和柜面市场（也有叫场外交易的）两大类。交易市场通过交易所、柜面市场由卖方和买方一对一来完成。许多证券都是在两类市场上同时交易的，但是柜面市场的交易量通常大于交易市场的交易量。

按照工具的种类和工具时间的长短来分，金融市场可以分为货币市场和资本市场。货币市场上交易的是短期债券工具（一年期以内），其中包

括美国短期国债、存款证、商业本票、银行承兑汇票、回购等；资本市场上交易的是长期债券工具和股票，其中包括美国长期国债、地方政府债券、公司债券、按揭证券和股票。资本市场满足投资人长期投资的需要。

按照市场的交易方法来分，金融市场可以分为拍卖市场、经纪市场和交易商市场。在拍卖市场买方和卖方直接讨价还价，所有买卖的交易指令都是通过一个中心来处理，市场价或者交易价就是出最高价的买家和接受最低价的卖家成交的价格。纽约股票交易所就是这样一个例子，纽约的交易大厅人头攒动，买家卖家指指点点，大喊大叫。在经纪市场上中间人（经纪）寻找买主和卖主，成交以后中间人收取手续费，比如房屋市场一般是这样的，现在纯粹的经纪市场在金融业已经不常见了，主要是因为电子交易方式的普遍应用，但是美国的州政府债券市场还主要是这种交易模式。交易商市场上的交易商也叫做市商，或者庄家。他们拿出一定的自己的资本，承诺在一定的条件下保证购买和出售某种证券，所以保证这种证券的市场总是存在的。这使交易商市场和前两种市场不同，前两种市场必须要有合适的买家和卖家同时存在才会有市场，而做市商的存在则可以保证市场的存在。现在绝大部分的市场都有交易商存在，许多证券都是在交易商市场交易，美国的纳斯达克就是一个比较典型的例子。纽约股票交易所也引入了做市商的机制，越来越多的市场都采取拍卖市场和交易商市场的混合交易方法。

电脑交易是未来交易的方向。许多新成立的交易所里的交易都是在电脑上进行的，而不是在交易大厅里进行。为什么电脑交易还没有完全取代面对面的交易大厅上交易呢？主要是因为流动性的关系，比如，面对面的纽约股市交易量很大，所以买入价、卖出价之间的价差很小，投资者可以

做大笔的交易而对股价的影响相对较小，由于网络效应，所以更多的人来到这里，这又进一步增加了流动性。

金融市场的功用

金融市场将买方和卖方结合起来进行交易。既然交易是自愿的，所以一般来说交易的双方通过交易都会得益。对整个经济，金融市场能让资金流向最能赚钱的投资机会（最高的风险调整以后的回报），流到最会赚钱的人的手里，这使钱有了更高的生产力，使社会资源的分配更有效。对个人来说，金融市场可以使个人通过储蓄、投资、借贷在合理时间进行消费。所以，总体来说，金融市场提高了社会的总福利。

具体来说，金融市场的功用包括以下几个方面。

·价格发现。股票、债券、外汇、黄金的价格都应该是什么呢？金融市场提供买家和卖家碰头的地方，卖家愿意卖而买家又愿意买的那个价格就是市场价格。金融市场还提供不同金融产品的相对价格，投资者可以比较、选择。

·资产定价。我们说过，股票其实代表的是一份资产的所有权，所以对于股票的定价也就是对于资产的定价。

·融资。公司或其他机构（包括政府）可以通过发行新的债券或者股票融资，这样公司可以进行新的投资，扩大规模，政府可以铺铁路、建大坝，或者增加教育、医疗方面的支出。其实现在个人也在越来越多地通过金融市场融资，比如，个人按揭贷款被打包以后在证券市场出售，这应该

算是个人间接通过金融市场融资。很多国家都有专门为小公司融资的创业板股市，个人开的小公司可以在那里取得资金。

·投资。金融市场为要储蓄投资的人提供一个场所，这些人可以给目前的储蓄带来将来的回报。

·套利。不同的市场之间同种或者类似金融工具的价格可能有差异，套利者像秃鹫一样冲上这些机会渔利，直到这种价格差异消除为止。这其实是在为市场做贡献，提高市场的有效性。秃鹫对食物链的作用和套利者对金融市场的作用有一定的相似之处。

·风险管理。很多金融衍生工具的出现就是为了管理风险。这些工具在市场上的交易为风险管理者提供了手段和价格标尺。

金融市场为投资人提供了许多便利，这其中包括：

·流动性。投资人购买的金融产品可以自由买卖，市场的存在使交易成本降低。

·透明度。各类交易所会及时公布各种金融产品的交易价格、交易量及持仓总额等数据，使投资人都知道这些有关信息，也为投资人提供信心。

·可靠性。金融市场一般是有组织的，交易的工具和交易方式都是标准化的，所以通过金融市场交易的可靠性比较高。

·纠纷的法律处理步骤。这也标准化带来的好处之一。

·投资人保护和监管。金融市场的交易在许多国家受到监管，各类投资

人也享受相关的保护。

金融市场的发展趋势

这个话题很大，大部分的内容我们要留到第21章，在这里我们先简单提一下。近20年金融市场的发展趋势大致可以归纳为以下几个方面。

·全球化。这包括许多方面：金融工具的发行者面向全球发行，投资人关注全球金融市场，买卖世界各地市场上的金融工具，各类金融中介的触须伸到全球各个角落。

·美国以外的其他金融市场的发展和壮大。美国仍然是全球最大的金融市场，但是美国公司现在全球举债和发股，美国政府更是全球举债，美国投资人也全球投资。与此同时，也有越来越多的外国公司在美国举债和发股，越来越多的国家开始允许外国金融机构进入本国市场。

·全球各地的储蓄和投资活动增多，参与者日益增多。

·全球金融领域都在放宽监管和自由化。监管本来的主旨是保护投资人，保证金融体系的稳定，随着金融行业的发展，过去的许多限制各种金融机构活动的条款慢慢消除。但是，在目前的金融危机中，很多人士都认为过去二三十年的放宽监管可能有些过头，未来的新趋势将是增强监管。监管太多，又有可能窒息金融行业的发展，负面影响到社会经济的发展，所以这是一个平衡折中的难题。

·科技工具的广泛使用。这主要是指各种电子工具（互联网）在通信、交易、投资、清算上的使用。

·金融中介的整合和并购。为了达到规模化经营的目的，许多金融中介通过并购和扩张成为全球化的中介，业务横跨金融领域内的许多部门。

金融市场的快速发展，当然和各国金融监管的自由化相关，但是也有其他原因。

·比较低的通货膨胀率。通胀高的时候，投资人需要有比较高的回报才会购买金融证券，公司也一般会避免发股或者发债。近20年的低通货膨胀使人们对于购买金融工具比较有信心。低的通胀率也使开工厂进行实业投资的人信心加强，投资活动比较积极，进一步加大了金融工具的供给。

·各国的养老金的转型。从‘边支付边支出’到个人账户做实，外加上人口的老龄化，都造成金融财产的大幅攀升。

·股票和债券的良好回报。20世纪90年代以后，股票和债券价格总的来说都是升高的趋势，这吸引了更多投资。

·风险管理。随着金融衍生工具市场的长足发展，许多公司和投资人都使用各种工具来管理金融风险，他们对于工具的需求又进一步促进了金融衍生工具市场的发展。

金融市场的特殊性

我们前面说过，金融市场的交易实际上是一个个契约：投资人在交易的时候把钱交出来给需要钱的一方，需要钱的一方答应在将来给投资人回报。所以金融市场的交易有一个时间过程，而且很多不是一手交钱一手交货，而是先交钱后取货。正因为这样，金融市场最重要的问题是一方不太

知道另一方的情况，用术语说，这叫信息不对称，它可能会引起下面的两个问题：

·道德风险。一般是在交易之后发生。借款人拿了钱之后可能会不按照之前说好的方式去做，违背契约。

·逆向选择。一般在交易之前发生。只有那些心怀鬼胎的人才来交易，真正有交易需求的人因为这一点反而不交易了。比如买股票，买家不知道各家公司的底细，只知道这个市场或者行业各个公司的平均情况，所以买家的出价就是平均水平。那么好公司就不愿意按照这个价格把股票卖给买家，而不好的公司则蜂拥而至。

金融市场的繁荣和稳定就取决于如何解决这两个问题。但是因为问题永远在不停变化，所以解决方案也要不断变化。

比如，对于道德风险，要区分是股票上的道德风险还是债券上的道德风险。股票上的道德风险其实是股东和经理人的关系问题，在经济学里叫委托人与代理人问题。一个公司千千万万的小股东不可能亲自管理公司，所以要委托给职业经理人。经理人嘴上说要维护股东权益，但是很可能主要是为了自己谋私利，所以做出的公司决策有可能伤害股东权益。怎么办呢？第一，股东们要加强监控，时刻关注公司的动向，委派独立董事，委任审计公司。第二，政府也要监控上市公司，要求公司按照规定做年度报表。第三，使经理人的工资和公司的表现挂钩。第四，促使金融中介介入公司的管理，比如大的战略投资者或者风险投资公司，它们可能会直接派人参与公司的决策和管理。第五，从理论上来说，投资人可以选择投资公司的债券而不是股票，因为债权人只需监控公司的一种情况：公司能不能

还款，但是股东需要监控公司所有的情况。

债务上的道德风险使借债人有动机铤而走险：风险越高，回报越大，既然给债主的回报是固定的，所以剩下的就都是借债人的。如果赔了钱，赔的都是债主的。怎么办呢？第一，增加借债人本人资产在投资总额里面的份额，所以要是赔了钱，借债人也跟着赔。第二，抵押。公司将资产拿出来为债券或者债务作抵押。一般来说，抵押是解决风险不对称的比较有效的方法，但是有时候在实际运作中公司缺乏可以抵押的财产。第三，在债券上加上一些限制性条款（契约保护条款），比如公司的杠杆不能超过什么水平。第四，债主可以雇用中介来监控公司是不是真正遵守那些限制性条款。

那么如何解决逆向选择呢？从某种意义上说，这个问题的解决更关键，因为不解决的话就不会有金融和金融市场。第一，我们说过逆向选择的根源是信息不对称，所以我们需要一些公司专门从事信息的生产和销售工作，比如像标准普尔这样的评级公司，像路透社、彭博社这样的信息公司。但是这里面有一个“搭便车”的问题：信息的制造需要花钱，但是信息一旦出来大家都可以享用。第二，政府监管。政府通过监管机构要求发股、发债的公司给出关于自己的种种信息，并且要求信息是公开的。但是光凭这一条也不能完全去掉逆向选择的问题，因为公司还是有更多的秘密。第三，通过金融中介。像银行这样的中介愿意花钱去了解公司的内幕，然后再决定是否给公司贷款。这里没有搭便车的问题，因为银行贷款是私下的。发展中国家的信息制造和传递相对来说都较差，所以通过银行的间接融资渠道要比通过发股发债的直接融资渠道更重要。随着信息传递工具的普及，银行的间接融资渠道的比例在逐渐下降。此外，大公司容易

直接融资，因为信息不对称的问题少一些。第四，抵押一方或者双方如果愿意提供抵押，这不仅仅是提供资产，也是向外界提供信息，表明实力。

从上面我们可以看出，信息不对称问题的解决在很多时候需要金融中介的介入，这也是为什么这个行业中介的作用特别大、中介的影响特别广的原因。但是金融中介也有它们自身的道德风险和逆向选择的问题，所以对它们的监管要更为严格。这个话题我们也留到中介篇再说。

主要的金融工具：债券和股票

如果不算外汇的话，金融行业最重要的工具有两大类：债券和股票。债务里面包括贷款和债券，它们的性质没有什么大的区别，只不过贷款传统上是一对一的行为，而且没有二级市场；相反，债券是多对一的行为，存在二级市场交易。换句话说，债券就是一个证券化了之后的贷款（见下节的证券化）。但是随着金融市场的发展，它们的区别越来越小，很多贷款也用于直接交易或者打包交易了。后面我们除非要特别指出不同，一般统称为债券。

债券按照发行人分类，主要分为政府债券、市政债券、公司债券（包括银行和其他金融中介发行的金融债券）和证券化债券几类。

·政府债券。由政府或者政府支持的机构发行，一般来说，这类债券的违约风险最低。尤其是西方发达国家政府发行的、本国货币的债券，基本上没有什么违约风险，因为政府在还不了钱的时候印钱就可以了。在美国，政府支持的机构发行的债券数量也很大，这类机构包括2008年被政府接管的房利美和房地美。

·市政债券。由地方政府发行，美国和其他联邦制国家比较多。这种债券风险也不算大，但不是没有违约风险，有些国家不允许除了中央政府以外的其他机构发债融资。政府和市政债券占全球本土债券总量的60%以上。

·公司债券。（包括带抵押的债券，不带抵押的债券；也包括垃圾债券。）大公司一般有许多种债券，每种债券可能有不同的抵押和公司破产时清算剩余资产进行分配的优先顺序。

·证券化债券。这类债券前几年增长很快，我们后面再说。

债券的起源是在中世纪的欧洲，它是银行债务的一个自然延伸。当时政府打仗需要钱，但是银行能放出的贷款有限，所以政府就发行债券，直接从个人手里借款。与银行贷款相比，债券的好处是可以自由交易。如果债券持有人觉得借款人的信誉转差或者自己突然需要钱的话，他可以把债券卖掉。现在债券是最常用到的金融工具，2001年全球债券总额（包括过去发行、仍然未到期的债券）为37万亿美元（2.7倍美国；10.8倍中国）。美国每天债券交易量平均超过4000亿美元，债券总额超过15万亿美元（1.1倍美国；4.4倍中国），是世界最大的债券市场。日本第二。大家谈起投资都会马上想到股票，其实美国债券的发行量远远超过股票（每年新债券和新股票的比例大概是5：1）。其他国家的债券市场远没有美国发达。

债券也叫固息证券，因为一般债券在发行的时候都有固定的息票，但是现在不固定息票的债券也有很多。一般认为债券是低风险、比较保守的投资工具。这对于大部分债券（尤其是政府发的本币债券）来说是没有错

误的，但是最近二三十年里，债券有了飞速的发展，很多债券的风险是很高的。比如最近次贷危机中涉及的债券，很多使投资人血本无归。

发债的理由自然是为了融资，但是一般发债人都不会仅仅依赖债券作为唯一的融资手段，因为资本市场变化很快，在发债人需要钱的时候不一定能从市场上融到。发债的目的之一是为了使资金来源多样化，而不是仅仅靠银行贷款。发债的其他理由是：

·优化资本结构，增加杠杆。适当的杠杆可以提高股东的盈利，我们在前文讨论杠杆时对此有所提及。其中的另一个原因是，债务的利息是公司税前的成本，而公司的红利一般是从税后的利润里面出的，所以债务有一定的优势。

·降低融资成本。债券的时间期限一般比较长，成本相对于银行贷款要低，所以公司更偏好债券，这样可以降低公司的成本，提高股东的盈利。

·控制风险。比如时间风险，有的项目需要很长周期才能盈利，公司通过发行长期债券可以进行时间匹配。有时，公司可以通过子公司或者项目公司作为主体来发债，这样做可以降低母公司的信贷风险。

·政府调整财政收支平衡。如果政府急着需要钱的话，不用通过立即增税来完成。

股票是拥有一家公司的一部分所有权的凭证。购买公司债券的人则没有这种拥有权，他们不过是给公司借了些钱。股东对于公司的权利也叫剩余权利，也就是说，公司把各种债务付完之后，剩下的资产、收入都归股东。股东可以分到红利，股东希望他们的股票增值，股东也有对于公司事

务的投票权，这三项是作为股东的三大好处。

股票有两种，大部分的股票叫普通股，另外一种叫优先股。优先股一般有固定的红利，其实更像一个无限期的债券，而不像是股票。一般优先股的发售并不多，不到普通股的十分之一。因为它像债券，但是它的红利不可以在税前冲抵利润，所以公司更愿意发行债券。发行优先股的一般是金融机构，因为在计算资本充足率的时候优先股可以作为股东资本而不是债券。

股票其实不是最重要的融资工具。在许多国家，从整个融资额来看，股票所占的份额很小，常常不到10%，有时候更小。近年来很多公司不仅不发股，反而回购自己公司的股票。股票加上债券的份额一般占总融资额的30%左右，其余的部分还主要是传统的银行贷款。银行是最重要的融资来源，在发展中国家更是如此。

证券和证券化

证券化是过去30年金融创新带来的重要变化之一。它的意思就是把本来不是证券的资产变成证券。换个角度来说，债券就是证券化了之后的债务，股票就是证券化之后的公司所有权，其余的那些还不是股票债券的各种资产都可以通过证券化变成证券。证券的最大好处就是可以通过二级市场进行二手交易，通过市场为它们定价。正是因为有这些好处，投资者偏好证券投资，所以金融中介想把什么东西都证券化，原因是在证券化的过程中中介可以赚钱。

证券化之后所得到的证券通常是债券，但也不全是，有时候也有类似

股票的证券。一般的债券背后要靠债券发行人的信用来撑腰：只要发行人不破产，他们就必须给债券还本付息。但是证券化的证券背后靠的一般不是发行人，而是一些资产或者这些资产所能带来的收入，比如一幢房屋、一笔贷款，所以证券化的证券也通常叫资产抵押证券。如果背后的资产能带来收入或者能不断增值，那么证券就可以收利保本；但是如果资产情况恶化，那么利和本都有可能不保。这类证券中最主要的是按揭抵押债券，大概占到市场份额的80%以上。但是也有很多其他的资产类型用做抵押，比如学生贷款、汽车贷款、六合彩的收入甚至歌星的版税等。

证券化如何进行呢？首先要有资产，一般来说，证券化的资产都是金融机构或者其他公司在正常营运过程中产生的，比如商业银行会贷出按揭抵押贷款，这是它们的资产，要放在资产负债表上。对一家商业银行来说，能放出多少贷款是有一定限额的，取决于监管机构制定的准备金充足率，这会限制银行的业务扩展。证券化可以解决这个问题。商业银行雇用一家投资银行，设立一个信托公司或者类似的实体（也叫特殊目的投资机构），这个信托公司发行资产抵押证券给投资人，然后拿融到的钱从商业银行那里购买发放出去的房屋抵押贷款。这个信托公司依靠按揭贷款收回来的利息和本金支付投资人的利息和本金，等到所有的按揭贷款都被收回后，所有的资产抵押证券也都被赎回，信托公司解体。如果房屋抵押贷款中的一部分有拖欠或者违约，那么投资人可能收不到利息甚至本金。由此可见资产抵押证券的风险比国库券高，所以它的回报也会相应高，投资人正是因为高回报才购买这类证券的。商业银行也通过证券化过程受益，它的资产负债表上的按揭贷款卖出去之后，资金回笼，商业银行又可以去做新的、有可能更赚钱的生意。投资银行自然受益，每做成一笔生意，它们

可以赚取很多手续费。

资金回笼自然是证券化的一个目的，但是证券化可能还有其他目的。

·资金回笼，使金融机构把“表内”（资产负债表内的资产）卖出去，回笼的资金用于更赚钱的用途。歌星把他将来的版税证券化，提前拿到钱，同时转移了将来他的歌曲卖不出去的风险。

·风险转移。上面歌星的例子也是风险转移的事例或者一家商业银行在深圳发放的房屋抵押贷款太多，通过打包证券化将资金回笼之后可以拿钱到乌鲁木齐去放贷，这样该银行的风险结构得到调整。如果投资者愿意购买深圳为主的按揭抵押证券，说明投资人愿意承担这种风险，从整个社会的角度来讲，风险转移到更加适合承担这种风险的人那里，这会提高整个社会的效率。

·专业化。金融业的一个重要趋势是专业化，许多金融机构可以通过证券化出售与主要业务不相关的所谓边缘资产，集中精力做自己擅长的那一个或几个方面的生意。

·通过市场为风险定价。资产的价格通常很难判定，所以很多机构都用账面值：放出去了一笔100万元的贷款，银行的资产增加100万元，直到还款为止。但是借款人的还款能力可能随时在变化，利息也在随时变化，所以这笔资产的价值也在变化。如果这笔贷款已经证券化了，在市场上交易，那么它的市场价通常要比账面值更为准确。

证券化在美国开始很早，市场规模很大，尤其是美国的房屋抵押贷款市场，证券化的程度很高，美国政府撑腰的机构房利美、房地美在这个市

场上占据主导，在第4章讲到按揭抵押证券的时候我们会进一步谈论这个话题。一般认为，证券化使风险更为分散，但是2007年开始的全球金融危机使抱有这种看法的人重新考虑这个问题。证券化带来的负面作用之一是各类金融中介对于风险管理的懈怠，这个问题我们留到第20章。证券化的证券定价取决于几方面的因素：信用风险是最关键的，其他的因素包括评级机构的定级、资产的特征和其他一些技术因素。投资人当然主要是为了获取这类产品的比较高的收益才购买。每种资产抵押证券可能看上去类似，但是相差很大，所以需要比较完备的了解，还需要持有一个比较分散的资产组合才能避免风险。可是各类资产抵押证券的文件常常都要比城墙的砖头厚，所以除了律师之外真正仔细看这些文件的人不多。美国次贷危机对投资者的一个教训就是：这类产品的收益较高，但不是免费午餐，很多人在这次危机里面赔了夫人又折兵，正是风险的印证。

什么是衍生工具

金融衍生工具本身没有价值，它的价值来源于其他证券或者资产，这些其他证券或者资产叫做基础资产。它是金融工具，因为它其实就是契约；它是衍生的，因为它的价值来源于别处。还是举王老五和张小三的例子吧：如果目前外行车行的股票是10元钱，王老五和张小三签订合约，3个月后王老五以10元钱的价钱从张小三那里购买1股外行车行的股票。这其实就是一张3个月的期货合约。目前这份合约没有什么大的价值，因为外行车行的股票就是10元钱。如果1分钟以后外行车行的股价飙升到20元，那么这张契约就有价值了，它的价值对于王老五来说大约是10元，对于张小三来说大约是-10元。

金融衍生工具是30年里金融行业发展最快、理论和实践结合最成功的一个方面。现在这个行业发展非常迅速，交易量越来越大，目前这个行业面临的新问题是反客为主：衍生工具的交易量有时候可能比基础资产高出很多，弄到后来成为衍生工具的价格决定基础资产的价格，而不是基础资产决定衍生工具。比如，美国国债的衍生工具市场非常发达，直接影响国债的交易，所以美国国会有听证，了解衍生工具是不是影响到美国国家债务的利息支出。同样，因为股票指数期货的交易，许多股票的现货交易也受到影响，每到期货交割的那一天（那一刻），许多交易员都仔细关注市场，因为股价常常有异常变动。2007～2008年，原油价格攀升，有很多人都说是投机者通过原油期货交易抬高了现货价格，但是目前还没有确凿的证据表明这种说法是对的。

衍生工具的品种

衍生工具的花样繁多，按照基础资产的不同，可以分为债券衍生工具、股票（单只股票或者股票指数）衍生工具、外汇衍生工具、商品衍生工具几个大类。债券衍生工具里面又有利息衍生工具和信用衍生工具。这些衍生工具我们都将在市场和工具篇里面的相应章节介绍。此外还有商品、气温、预期寿命、自然灾害的衍生工具，这些都是金融创新的产物。

按照交易到期日有没有可选择性，衍生工具可以分成两大类：期货和期权。期货是没有选择的，到了合同的期限，要做的交易一定要执行；换句话说，期货是义务。期权是有选择的，是权利，到了合同的期限，有权利的一方可以选择做不做交易。当然，只有价格对有权利的一方有利的时候他才会做交易。期权可以看做期货外加一份保险。因为是保险，所以买

期权的一方必须支付给卖期权的一方与保费类似的期权金。期权分为看涨期权和看跌期权，购买了看涨期权的一方有权利从卖期权的一方以事先约定的价格买入事先约定的资产，购买了看跌期权的一方有权利以事先约定的价格将事先约定的资产卖给卖期权的一方。事先约定的价格不同，期权的期权金不同；合同的期限不同，期权金也不同，一般越是时间长的合同，期权金越高。

另有一种经常用到的衍生工具，叫远期或者远期合约，它其实和期货基本一样，不同的是期货是在交易所交易的，远期是柜面交易的。在债券投资或者管理利息风险的时候常常会用到一些与利息相关的衍生工具，比如掉期、远期利率协议、掉期期权和利率上（下）限等，这其实都是期货或者期权的变种。零售投资人比较经常买卖的权证（也叫认股权证）其实也是一种期权。

期权可以组合起来使用，金融行业给这些组合起了很多奇怪的名字，如蝴蝶组合、海燕组合、走廊组合等，与唱流行歌曲的乐队名称有一拼，不知道也罢。

期货和期权都可以买入或者沽空。一般沽空会受到一定的限制，比如有的国家监管部门设有一定的沽空条件。或者，你想给银行或者券商卖期权的时候，银行和券商可能不买，因为人家害怕如果将来人家的期权赚了钱的话你可能赔不起（信用风险）。以零售为主的权证很少允许投资人沽空权证，除非是抛出他们之前已经购买的。2008年中国香港很多私人银行的投资人都因为购买了一种叫累积期权（Accumulator）的产品而赔了很多钱，其实这个产品里面就包含着沽空期权的交易（基础资产一般是港

股）。如果不了解清楚，这种交易的风险很大。著名的红筹股中信泰富也是做了类似的交易（基础资产是澳大利亚元），报上说赔了近150亿港币，它的股价从二三十元港币跌到了三四元，市值还抵不上要赔的钱。

除了这些比较简单或者比较直接的衍生工具之外，还有大量的所谓异种金融工具。这些工具千奇百怪，适合于某些特别的要求和情形，几本书也谈不完。我们可以大致这样总结：与简单的衍生工具（期货和简单期权）相比，或者与传统的金融工具（股票和债券）相比，这些异种金融工具能为你多赚钱的可能性应该不是很大（一个比较重要的例外是，有些此类工具可以在合法的条件下为购买者避税，但是这类“税务套利”的机会也越来越少。 ）。但是，这些金融工具肯定为设计、销售和交易它们的银行和券商多赚了很多钱，所以它们都很愿意拼命推销。你需要了解多少或者购买多少呢？你自己去想想吧。

衍生工具可以通过柜面交易，也可以通过交易所交易。通过柜面交易的衍生工具自然是买卖双方之间的合同，它们要互相应付对方的信用风险：如果对方倒闭了，那么本来要赚的钱都可能会泡汤。但是通过交易所交易的衍生工具却不是这样，买方和卖方不再直接是合同的两方；相反，买方的合同对方是交易所，卖方的合同对方也是交易所，所以，从信用风险的角度来说，在交易所买卖衍生工具所面临的信用风险是直接和交易所相关的。通过期货交易市场交易的金融衍生工具是从20世纪70年代才开始迅速发展起来的，到现在，期货交易市场的绝大部分交易都是金融期货或其他金融衍生工具，超过了期货市场的老牌明星商品期货。其中使用最多的是利率期货，占金融期货交易的90%以上。虽说每天全球外汇交易量巨大，大部分都是通过衍生工具交易的，但是外汇期货的交易量并不大，交

易主要通过柜面方式完成。

过去有很多国家都有专门的期货交易所，比如美国，还不止有一个。最近10年中，不少期货交易所和股票交易所合并，同时提供现货和期货、期权的交易。那么交易所如何应付衍生工具里面所包含的信用风险呢？通过保证金。

保证金

如果是通过交易所购买期货，在购买之前，投资人必须向交易所（或者通过他的券商向交易所）支付一定的押金，这叫初次保证金。交易所对各种不同的合约所需要的初次保证金都有规定，但是券商也可能另外加码。合约购买之后交易所按照不断变化的市场价格对合约重新估值，这个过程叫做按市价核算。如果某投资者的期货合约赔了钱，那么期货交易所就会要求投资者增加保证金，新增的部分叫做变动保证金。所以期货交易所面对的信用风险很低，如果某投资人出现违约情况，交易所一般有足够的保证金来支付取消（取代）该投资人合约的费用。保证金的管理工作一般由交易所的清算公司来完成，这和股票交易所的清算交割大同小异。

柜面交易的衍生工具很少有交付保证金这样的复杂手续，又比较保密，所以很多投资人还是偏好使用柜面交易。但是柜面交易所包含的信用风险和各种柜面交易之间的互相牵制又意味着，如果一家比较大的公司出现违约就有可能导致整个系统瘫痪，通过交易所的交易则没有这种问题。

交割

交割的意思就是一手交钱，一手交货，但是一般只有很少一部分的期货和期权最后被交割，大约为1%～2%，大部分的期货都在交割之前被展期，或者被平仓了。展期就是通过交易把交割日期推迟到新的日期，平仓就是用一个反方向的期权交易将两笔交易勾销，中间的价格差异用现金支付。相对来说，交割的概念对于商品期货和期权来说更为重要一些。

衍生工具的风险

衍生工具和一般的金融工具一样，具有各种风险。

·市场风险。因为基础资产的价格在不断变动，所以衍生工具的价格随着基础资产的市场价格变动而变动。

·交易对手（信用）风险。交易对手可能破产，所以你的衍生工具虽说赚了钱，但是并没有回报。另外，如果你在交易对手那里有抵押物的话，也有可能拿不回来。

·流动性风险。交易量不足，你想买卖某种工具的时候有价无市，或者稍微数额大一些的交易可能对价格产生很大的影响。这种风险与市场风险相关，但不完全一样，这次金融危机中的流动性风险被人们重新排到重要的位置上。

·交割风险。你交了钱，但是却没有拿到货。这一般是很短时间内的风险，基本上不是因为交易对手破产而引起的。但是有可能是很严重的，因为你也许马上需要钱去支付另一单交易。

·法律风险。很多衍生工具是量体裁衣，由银行专门为客户设计的，所

以法律文件不标准，有可能在将来引起法律纠纷，尤其是一方赔钱的时候。

值得一提的是，上面说的各种风险对于各种非衍生的金融工具也同样存在。

衍生工具的使用者

金融衍生工具的使用者按照交易动机可以分为三类：

·投资（机）者。他们买卖衍生工具，作为买卖基础资产的一种替代或者延伸。换句话说，本来投资者要去买卖股票，他可以转而买卖股票的期货。为什么呢？因为期货交易有时候比基础资产要方便（比如购买恒生指数，购买期货只要一笔交易，购买现货则需要购买所有指数里面所有的成分股），有时候期货交易成本更加便宜，有时候基础资产沽空很困难，但是期货可以。还有最重要的一个原因：衍生工具的杠杆一般要比基础资产大很多。我们前面说过了，杠杆大，风险高，回报也可能高。

·对冲者。他们使用衍生工具来管理自己已有的风险。投资了中国香港股市的投资者如果认为近期的股市走势偏软，但是他又不想整个抛出他的投资组合，那么可以沽空恒生指数期货，对冲自己的风险。中国的公司要想今后几年在澳大利亚购买和开发矿山，但是认为澳币有可能持续走高，可以通过购买澳币的期货来对冲风险。这样的例子数不胜数，风险管理这门学科研究的主要问题就是怎样量化风险、怎样对冲。衍生工具出现的初衷应该是为了对冲者的风险管理，但是现在主要的使用者是投资者。

·套利者。他们寻找各种衍生工具之间、衍生工具和基础资产之间存在的价差，通过买卖来赚取这些价差。我们前面说过，这种价差一般是不多见的，即便出现也常常是转瞬即逝。

其实在真正的金融运作中，大部分的人都是三种动机并存。比如我们前面提过的中信泰富，他们交易澳币，说是去对冲，但是使用的工具风险很大，也有投资（机）的成分。

衍生工具的发展

衍生工具的长足发展是最近二三十年间的事情，尤其是20世纪80年代后期的事情。根据国际清算银行的数据，2008年6月底，利率类的衍生工具总面额为458万亿美元（33倍美国，134倍中国），外汇类为63万亿美元（4.6倍美国，18.4倍中国），信用违约掉期类为57万亿美元（4.1倍美国，16.6倍中国），商品类为13万亿美元（0.9倍美国，3.8倍中国），股票挂钩类为10万亿美元（0.7倍美国，2.9倍中国）；这些衍生工具的毛市值为20多万亿美元（净市值应该接近零）。

衍生工具的丑闻以及对它的监管

衍生工具的历史不长，大规模的使用也就是最近二三十年的事情，但是这短短的历史上有很多丑闻。比如1995年，30多岁的交易员李森一个人交易股指期货赔了8亿多英镑，致使一百多年历史的老牌英国投资银行巴林的倒台。1996年，日本住友商事披露该公司的交易员滨中泰男10年间买卖金属衍生工具，造成24亿多美元的损失。专门从事套利的对冲基金

长期资本管理公司（LTCM）在20世纪90年代末短短4个月的时间里赔了46亿美元，最后要由美联储出面组织援救，因为它的倒台影响到了华尔街的正常运作。长期资本管理公司由两个获得诺贝尔经济学奖的大腕操刀，最后也难逃厄运。2008年倒台的贝尔斯登和雷曼兄弟也是因为有关信用的金融衍生工具出了问题。这样的例子比比皆是，衍生工具的简短历史上满是这类残骸。有人干脆说这些产品完全就是赌博。

那么是不是可以判定衍生工具风险太大，应该像毒品一样被管制起来呢？其实任何一种工具如果不正当使用都可能会带来灭顶之灾，但是如果因此而禁止工具的使用则是矫枉过正了。各国采取的办法主要是加强监管，鼓励行业自律，增加对投资人的教育和培训。

对金融衍生工具监管的主要目的是减少系统性风险。这可以通过一系列的措施来实现，比如可以要求买卖衍生工具的双方有足够的抵押；要求金融机构披露衍生工具的风险；要求公司在制作财务报表的时候合理地把各类金融衍生工具反映在资产负债表上。第三项不是很容易做到，其实很多金融衍生工具就是为了能帮助公司把本来是资产负债表上的东西拿出来。现在许多会计准则都要求公司将各类衍生工具除非是一些特例一律按市价核算。全球很多国家的会计监管部门也都协调合作，争取做到会计准则的一致性，免得公司或者资金都跑到最容易钻空子的国家去注册。

监管的另外一个目的是保护投资人的权益，尤其是小投资人。许多国家和地区对小投资人能够购买的各种衍生工具都有比较具体的限制，披露的要求也比较高。但是国家和国家之间的差别还是比较大的，有的产品在有的地方不可以卖给小投资人，但是在别的国家又可以卖。各国对于所谓

的职业投资人的尺度比较宽，银行和券商可以向他们兜售各种产品，有关职业投资人的定义各国也不相同。

但是不管监管部门如何制定规矩，如何根据最新的情况进行调整，监管似乎总是也追不上衍生工具更新的步伐。所以控制衍生工具的另外一个方面是行业自律。长期资本管理公司事件之后，世界大银行联合起来撰写行规，对信息披露和风险控制做出自律的标准，但是也有人挖苦说这是让狐狸制定如何看守鸡舍的规矩。

了解衍生工具最重要的是了解什么

我们斗胆总结以下三点：

·衍生工具能达到的投资效果绝大部分都可以通过买卖比较简单的基础资产办到，虽说可能比较花工夫。你可以把衍生工具看做果园里的水果做成的果酱和酿成的酒，而不是外国来的奇异果。

·衍生工具一般杠杆比较大，而且很多衍生工具的杠杆随着市场的变化或者时间的推移而不断变化，所以使用起来要更小心。就像用电动割草机割草，它的杠杆可以说比较大，适合某些场合和情况，但是不太适合其他场合。使用的时候要了解它的构造和使用规则，不要随便把手伸进去试探。

·衍生工具不能改变金融业的一个基本原理：没有免费午餐。如果遇到看上去摸上去都太好的衍生工具，我们建议你礼貌地点点头，然后离开。

这个话题太大，我们所说的有些主观，而且有些片面，有兴趣的读者

自己去进一步研究吧。

金融工程

与衍生工具密切相关的一个话题是金融工程，现在很多大学都开设了这个学科的课程和各级别的学位。金融工程的意思就是通过各种金融手段和金融工具来解决某个特定问题，以达到某种目的的过程，目的一般是为了降低风险或者增加回报，或者二者兼有。所以金融工程的概念涵盖很广。比较狭义的金融工程的定义特指使用很多数学和统计学的工具，使用量子物理的一些模型，使用各种金融衍生工具（因为金融衍生工具离不开高深的数学），来完成某项任务的金融业务。在银行里面做金融工程的自然是金融工程师，也有的人把他们叫计量金融分析师，或者叫火箭专家。过去20年里，大量的大学本科、硕士、博士毕业生（尤其是博士生）加入银行成为计量金融分析师。金融业过去20年间高速发展的一个原因（也是后果）就是各种金融模型的广泛使用和计量金融分析师在金融各个领域的出现，这使金融行业的各个方面都得以量化，各种新的金融衍生工具的出现又可以使用户管理风险。但是，从另一个角度来说，金融工程的一个后果就是使许多人的警戒性降低，忽视常识，忽视独立思考，以为模型能够测算一切风险。许多金融机构在这次金融危机中翻船，这是其中一个理由。有些人慨叹这一代精英聚集在金融行业而不是去其他更加可能给社会创造财富的行业是一种莫大的浪费。可以说，金融行业对金融工程的未来正在重新思考。

中介种类、存在的原因和它们的规模

如果按照亚当·斯密的理论，金融中介是个怪物。在完美市场条件下，证券的买卖双方自由交易，需要钱的人和有钱的人自由交易，随行就市为风险定价，其乐融融，要利欲熏心的金融中介干什么？

中介的存在主要是因为市场的不完美和不完善，要帮助市场解决一些无法解决的问题。有哪些问题需要解决呢？

·交易成本。金融市场的储户许多是五毛一块的散户，他们想要投资，想要保值，那么他们都要花很多工夫去做研究，比如，考虑是不是应该把钱借给需要资金的外行车行？对散户来说这种研究成本是非常高的。但是如果有财源滚滚银行这样的中介，散户就可以把钱“借”给银行，财源滚滚银行可以花工夫研究外行车行，决定是不是借给它钱。财源滚滚银行只需做一次，减少每个散户都要重复的研究成本。

·多元化。一个散户，很难做到资产的多元化，但是凑起来之后也许可以。基金管理公司提供的就是这样一种解决方案。

·最重要、最关键的是信息的不对称。中介的作用是增加信息：中介能够花钱、花时间、花精力收集、分析、制造信息，然后通过各种合同来防止逆向选择的问题，之后再用胡萝卜加大棒的手段来防止道德风险。

我们说过，金融的功用是帮助融资，融资主要有两种渠道：直接融资和间接融资。如果是间接融资，那就要通过中介。可以毫不夸张地说，金融中介使金融市场正常运作，虽说有时候金融中介也使整个社会经历危机！

一个比较独特的金融中介是中央银行，它管理一个国家的政策利率水

平，控制货币供应量。接下来重要的是商业银行，它们接收存款，发放贷款，为社会创造信贷。一般人和商业银行打交道的机会最多。

按照功能的不同我们可以把金融中介分成以下几大类。

·储蓄机构。包括商业银行、合作社、信用社、互助金等。

·合同储蓄机构。包括人寿保险公司、财险公司、养老金（私人和国家的）。

·投资中介。投资中介包括共同基金、货币基金、金融公司（按揭公司和汽车贷款公司等）。

·交易中介。主要是指投资银行、券商、交易所、经纪公司。

各种中介有多大？我们可以大致从它们所掌管的资产数量推测一下，表3-1是根据美联储发布的资金流动数据换算出的。

表3-1　美国各类金融中介资产占美国当年国民经济总产值比例

[image]

从表3-1可以看出，过去四五十年中储蓄机构整体来说没有什么太大的增长，虽说它从资产的总额上来说还是很大的。相比之下，其他很多中介的发展非常迅速：投资中介里面的共同基金增长了近10倍，货币市场基金从无到有；养老金增长了3倍多；投资银行和券商的资产更是增长了11倍！投资中介所掌管的资产的增加在世界各国的趋势都相似。

根据咨询公司麦肯锡的估测，到2013年，全球共同基金的总资产将达

到58万亿美元（4.2倍美国，16.9倍中国），养老基金接近50万亿美元（3.6倍美国，14.6倍中国），保险基金35万亿美元（2.5倍美国，10.2倍中国），这都是举足轻重的数字，未来金融市场的趋势将会因此而改变。我们将在后面的相应章节具体介绍每种不同的中介，并解释它们在过去四五十年中为什么有的会大幅增长而有的则停滞不前。

市场和工具篇

本篇介绍主要的金融市场以及在这些市场上交易的工具和交易方法。虽说金融投资工具数不胜数，但是最主要的却只有债券、股票和重要性稍次一些的外汇。这三种工具我们各安排一章的篇幅来分别介绍，我们每章都用类似的结构：工具的种类、交易方法的种类、最主要风险因素、估值的方法，最后是在该市场如何赚钱的综述。虽说股票市场是一般投资人最为关注和熟悉的金融市场，但是债券市场在金融体系中的作用更为重要，因为债券市场决定各种利率，而利率则直接影响经济生活的各个环节，所以我们在第4章用比较多的篇幅来介绍有关利率的各种细节。

除了债券、股票和外汇市场之外，还有很多其他的市场，我们在第7章介绍一些，主要是各种商品的市场。商品市场的工具虽说年代久远，但是作为金融投资工大部分还处在比较新的阶段，所以我们安排的篇幅也相应有限。在第7章里面我们还介绍可转换债券，这又是一种位置比较难摆的金融工具：它的名字是债券，但是它的表现和交易都和股票贴得更近一些，所以我们干脆把它从股票或者债券里面分出来，单独介绍。

【本篇要回答的问题】

·为什么说债券有两种主要风险？这如何体现在债券的利率上？

·利率如何确定？

·货币市场和债券市场有什么异同？

·评级公司是干什么的？

·公司为什么要发行股票？

·股票的价格受什么因素影响？

·股评师的专家意见值得追踪吗？

·外汇投资和股票、债券投资有什么本质的不同？

·为什么预测外汇汇率非常困难？

·为什么要管理外汇风险？如何管理？

·商品市场是不是未来投资的主要方向？

4　债券、利率、货币市场和债券市场

引言

本章介绍金融里面最重要的工具：债券，以及交易债券的市场——货币市场和债券市场。我们在这里着重谈债券，但是本章的内容也基本上适用于银行和它们客户之间的债务，因为债券也无非是证券化了的债务。

说到债券，就不能不谈及利息。我们在本章的开始介绍利率的种类和影响利率的因素，我们也介绍研究债券和利率时一个非常重要的概念：利率的时间结构，以及它的应用。我们也要谈一谈债券所包含的两种相关但是相异的风险：利率风险和信用风险。我们还会简单介绍债券信用风险的评级。

债券交易的市场分为货币市场和债券市场，其实它们之间的区别并不大。一般而言，货币市场上交易的是一年期以内的债券，一年期以上的，在债券市场上交易，但是这种分法也不绝对。我们分别介绍这两种市场和它们交易的各种工具。对于一般投资者来说，这两种市场都不太为人所知，其实，这个市场要比我们大家所熟悉的股票市场大许多。因为从事债券交易的大部分是各种机构，所以只有当这两个市场出问题的时候我们才会听到各种各样的灾难预言，我们到了银行才知道买房子贷不到款，公司也借不到钱来维持正常经营，进出口商也拿不到各种信用凭证来开展贸易，等等。这次的金融危机就是一个很好的事例，所以了解这两个市场是了解这场危机所必需的知识。

此外，本次金融危机是从美国的次贷危机开始的，次贷是指美国房屋按揭贷款的一类，“次”的意思是说这类按揭贷款的信用要比一般的房屋按揭贷款差一些。我们在本章还将介绍按揭贷款，其中重点提出美国按揭贷款的一个比较特殊的地方：将各种按揭贷款打包以后变成债券出售和交易，这类贷款在美国是比较重要的一类，它也是为什么（小小的）次贷危机能够引发一场全球金融危机的主要因素，但是金融危机的介绍我们留到第20章。

利息和利率

借债还钱，天经地义。还钱的时候，要连本带利地还。利，利息，也就是钱的价格。换个角度来看，利息就是借钱者的成本。利息除以本金，得出一个百分比，那就是利率。如果是债券，利息通常叫做息票，本金叫做本票或者面额，息票除以本票，叫息票率。为什么有时候叫利率，有时候叫息票率，这种区分是有意义的，下面我们谈到回报的时候就清楚了。利率有日利率、周利率、月利率、年利率，一般谈起利率，大家都会用年利率，这样比较起来方便一些。

利率的种类

利率可以按照不同的标准分成许多种。可以按照不同的债券类型来分，每类债券都有各自的利率，比如政府债券利率、AAA级公司债利率、按揭抵押证券利率等，债券的种类我们后面再细说。由于每个时间段都有利率，所以我们有隔夜利率、周利率、月利率、到二三十年的利率。每种货币也有不同的利率：美元利率、人民币利率等。按照借债和放债分类，

可分成借款利率（包括按揭利率）和存款利率，这中间的差别就应当是银行的利润空间。按照利率形成的机制，可以分成政策利率和市场利率：政策利率由中央银行制定，市场利率随行就市。中央银行通过改变政策利率来实施货币政策，影响市场利率，进而影响金融业和整个国民经济。按照是不是利滚利，可以分为单利和复利。按照利率是固定的还是浮动的，可以分为固定利率和浮动利率。按照利率是从现在算起还是从将来算起，可以分成现货利率和远期利率。还有一些利率叫参考利率，许多利率交易是按照这种参考利率来完成的，比如LIBOR利率，它是（伦敦银行之间）拆借利率，是由一个机构在固定时候询问各家银行利率之后得出的平均值，很多贷款和利率合同就按照这个公布的参考利率来计算。

政策利率

各种利率水平首先取决于中央银行制定的政策利率。我们通常所说的“中央银行加息了”，意思就是中央银行调高了政策利率。政策利率的叫法和如何在金融系统中起作用的机制在各个国家不尽相同，我们这里不再赘述，留到第8章细说。但是一般来说，如果政策利率被调高，其他各种利率也一般会相应增加；政策利率被调低，其他各种利率也会相应降低，但这也不是绝对的。政策利率是由中央银行直接制定或者间接控制的，其他利率则随行就市，此外，其他各种利率的水平和走势受很多因素的影响。

信用风险

利率的另一个决定因素是借债人的信用。信用高的利率就低，信用低

的利率就高。信用风险就是借债人有可能破产或者不（按时）还钱的风险，这有可能最后导致出借方血本无归。国债一般被认为是最安全的债务，所以国债的利率也被当做标尺，其他各类债券的利率都表示为国债利率加多少基点，一个基点等于0.01%。另外加的这一部分利率，反映的主要是信用风险，所以也叫信用风险利差，或者叫信用利差。很多分析员、经济学家和中央银行都很关心信用利差，信用利差升高可能预示着投资人预期经济形势会恶化，违约、破产的可能性升高，一般来说，经济恶化的时候对目前评级较差的公司的影响要大于评级较好的公司。

信用风险利差对公司来说是很重要的：利差越高，公司发债的成本就越高，利润相应降低。利差很高就说明市场对公司没有信心，公司想发债的话可能不会有投资人问津。

信用风险是债券的重要风险。一般来说，用本国货币发行的政府债券被称为无风险债券，意思是没有信用风险，因为政府可以开动机器印钞票来还钱，所以政府债券的利率可以看做比较单纯的钱的时间价值，而其他各类债券的回报都可以表述为“比政府债券回报高多少”。但是政府债券也不是完全没有信用风险。美国国会在克林顿时期吵架，威胁说要拖欠美国国债的还本付息，美国财政部当时没有办法发行新的国债来偿还旧国债的利息，所以从技术上讲可以算做信用风险，不过谁也不会真正怀疑美国政府偿还美元债务的能力。2008年以来，许多欧元区政府债券（比如西班牙、希腊、爱尔兰的政府债券）的回报都高过相应的德国政府的债券，这是因为欧元区的各国政府不能随便增发政府债券，所以这些国家相对德国的债券利差也是信用风险的反映。如果政府发行外币债券，这种债券的信用风险有可能较高。在过去的多次金融危机中，有很多政府违约，拖欠债

务，拖欠的就是外币债券的本息，因为这些政府没有硬通货。

到期日

利率和到期日（也叫年期）也有关系。因为债券都有到期日，到期日不同，利率也不同。一般来说，到期日越长的利率应该越高，到期日越短的利率应该越低，但也并非总是这样，这个问题后面再说。这跟储户储蓄是一个道理，储蓄期限长的一般利率会高一些，储蓄期限短的一般利率会低一些。到期日其实和信用也有关系：到期日长的债券，信用风险也相对较大，因为借债人破产的可能性也会大一些。

谈及债券，除了利率或者息票率之外，另一个常常提到的概念是回报。举例来说吧：一个20年期的债券，发债时候的本票是100元，息票一年5元，那么息票率或者利率就是每年5%。一年之后，比如这个债券的市场价是200元，王老五买了，虽说它的息票率还是5%，每年还是能收到5元钱的息票，但是对于王老五来说，他的年回报只有2.5%，因为他的投资多了。这虽然是一个常识性问题，但也是个有很多细节的话题，要是把它的枝节都交代清楚至少需要一本书的篇幅，我们在此略过不表。至于为什么一张债券发行的时候是100元，一年以后也许能交易200元，一般是因为在这一年中利率下降，新发的债券可能息票率只有2%，所以过去发的息票率5%的债券就越来越值钱。利率下降，债券的价格上升，一般是这样的规律。所以，债券的息票率和它的回报是完全不同的概念，息票率是债券发行时定的，回报取决于不断变化的市场价格，当我们提到债券利率的时候一般是指目前的回报而不是过去的息票率。

一张债券上一般会写有以下内容：

·发债人的名称和债券的名称；

·面额；

·赎回额，常常和面额一样，但是也不一定；

·息票额或者息票率，息票发放的频率；

·赎回日期（到期日）。

债券种类

按照债券发行人的不同，债券可以分为：

·政府债券；

·地方政府和公共事业债券；

·公司债券。

如果债券的发债地点不是发行人的所在国，这类债券叫外国债券。如果债券的信用级别比较低，这类债券叫垃圾债券，它通常属于公司债券的一种，但是有些政府发的债券，尤其是外币债券，也可能会变成垃圾债券。按揭债券（和其他资产抵押证券）是一类比较新的债券，一般是资产证券化的产物。

不同的债券还会有另外一些特征，比如：

·可提前赎回债券。债券发行人有权提前以事先定好的价格赎回债券。这种债券的价格一般会比没有类似特征的相似债券低一些。

·可提前售回债券。债券持有人有权提前从发行人那里要回本金。这种债券的价格一般会比没有类似特征的相似债券高一些。

·永久债券。这种债券没有赎回的期限。

·零息债券。这种债券发行时按一定的利率折价发售，到期时按面额赎回，相当于赎回时本利一笔付清。

·可转换债券。债券可以按照一定的条件转换成股票。我们在第7章中再谈。

债券价格和利率的关系

前面说过，债券价格和利率成反比关系：利息升高，债券价格降低，利息降低，债券价格升高，这是债券的利率风险。但是不同的债券对利率变化的敏感程度是不一样的，利息升高0.25%，有的债券价格会跌1%，有的可能会跌10%。一般来说，长期债券对利率的敏感程度较高，因此利率风险也大。一种普遍使用的、衡量敏感程度的指标叫久期，每种债券的久期可以用公式算出来。大致是：价格的变化和利息变化成反比，和久期成正比。

债券的价格当然还与发债人的信用水平直接相关：发行人的信用降低，债券的价格降低，信用增强，债券价格升高。信用的高低可以通过发行人的信用评级来判定，更直接的判定是，债券的实际回报和同等期限的

国库券回报之间的差别，即信用利差：利差越大，发行人的信用越低，债券的信用风险越高。

投资国际债券，还会存在外汇风险，我们在第6章再谈这个问题。

我们一般说债券的价格随着利率的变化而变化，但是很多时候债券的价格变化和利率的变化不是因和果的关系，它们之间其实是互动的关系，债券的价格在交易中变化，变换的过程也正是利率形成的过程。政策利率由中央银行控制，其他利率（一般是中长期利率）正是通过债券的交易来由市场“制定”的。同样，债券的价格变化和信用评级也不是因果关系：虽说很多时候如果评级公司调低发行人的信用等级，债券价格会下降，但是有时候债券价格先下降，评级公司才出来调低信用等级。债券的价格实际上也包含整个市场为债券定的信用等级。

债券的价格和通货膨胀率也有关系：如果大家预期通货膨胀将上升，则将来的钱（也包括债券将来的还本付息的收入）就会“毛”，或者说更不值钱了，那么债券的价格就会降低。由此可见，债券市场的价格走势和一些宏观经济指标是紧密相关的：失业率、工资增长率、工业设备利用率和商品价格，它们都和将来的通货膨胀相关。

总的来说，政府的货币政策、财政政策和宏观经济形势都会影响到国债的利率，而宏观经济形势、行业形势和公司本身的形势会影响到公司的信用利差。如何影响呢？国债的利率、公司的信用利差和债券的价格是互动的关系，市场在交易过程中寻找最合理的债券价格，同时也制定了国债的利率和公司的信用利差。

利率的重要性

利率对个人的影响很直接：利率上升，存款的利息就会增加，按揭贷款的月供（每月还款）也要增加。如果你还没有买房、买车或购买其他大件物品，但是准备考虑贷款购买，那么利率的上升就可能增加你的负担，使得你要三思而行，这种间接的影响更加重要。对于公司来说，利息上涨直接使借债成本上升，导致利润下降。因为消费者的消费可能会减少，所以公司的投资策略也可能受到影响：本来要扩建的厂房要缓建，本来要新雇用的员工要先放放再说，这也是间接的影响。利率变化有可能是整个经济形势变化的反映，而利率的变化又反过来影响经济形势。

利率的变化对于金融机构尤其重要。利率上升，银行吸收存款的成本就会上升，贷款收入也可能上升，但是它们的上升幅度有可能不同，所以银行的盈利可能受到很大影响。银行购买的房地产和有价证券的价值可能会发生变化，进一步影响到盈利。表4-1总结了利率变化对金融市场和金融中介的影响，从表4-1中可以看出，利率通过不同的渠道影响经济、金融的各个方面，所以它是至关重要的。

表4-1　利率变化对各种市场和金融中介的影响

[image]

利率时间结构

刚刚说过，利率和到期日是有直接关系的：一个月的利率、一年的利率和十年的利率不同。如果你把各种不同到期日的利率连同它们的到期日

画在一张图上（见图4-1），到期日是横轴，利率是纵轴，你就会得到一条线，这条线就叫回报曲线，反映利率如何随着到期日而变化，利率和到期日的关系叫做利率的时间结构。

[image]

图4-1　回报曲线示意图

注：图上的每个点都代表该到期日的相关利率，注意利率都是年利率化以后的利率

当然画图的时候你不能把国库券的利率和外行车行从财源滚滚银行借款的利率混起来，因为它们的信用风险不同。在一条线上，你只可以画上同样信用风险的债券利率，这样才能有比较。那么通常所说的回报曲线有几种呢？如果你把政府债券的回报连起来，就叫政府回报曲线。把银行同业拆借和利率掉期的回报连起来，就叫掉期曲线。掉期曲线应该在政府回报曲线的上方，因为政府的信用风险最小，回报最低，但是银行之间的信用风险也不大，所以它们之间的距离一般不大。在2008年的金融危机中，银行之间互相猜忌，不愿意互相拆借，所以掉期曲线和政府曲线的距离突然被扯开了，中央银行降低利率的效果不是很明显，原因在于掉期曲线高居不下，整个经济缺乏信贷。把所有信用评级为AA债券的回报平均后得到的曲线叫AA回报曲线，与此类同，你也可以画出BB曲线、BBB＋曲线。有的银行把全球新兴市场各个国家的政府美元债券的回报平均后画一条线，这就是人们经常提到的新兴市场回报曲线，它反映的是新兴市场的国家在海外举债的价格。在全球市场良好时，一般这条曲线和美国的国债回报曲线距离拉近；市场一不好，投资者大部分先甩卖新兴市场的外债，这

条曲线迅速和美国国债回报曲线分道扬镳。

债券投资或者交易经常提到的一个概念是利差，利差其实就是一种债券回报和另一种债券回报的差别。一般人们都把政府债券回报当成基准，因为它的风险最低，其他各种债券的回报则可以表述为相对于政府债券的利差。比如5年期政府债券的利率是5%，某个公司的5年期债券的利率是6.5%，那么这个债券的回报就是“政府加150个基点”，150个基点就是利差。这种表述的好处是利差所反映的是信用风险，而不是利率水平。如果该债券的利差升高，反映的是它的信用程度降低，债券发行公司违约的可能性增加。如果单单说这个债券的利率从6.5%增长到7.5%，则无法判断这是由整个利息水平增加造成的，还是信用降低造成的。利息水平的升降导致债券价格变化，这就是利率风险，是市场风险的一种。信用水平的升降造成的债券价格变化是信用风险，利率风险和信用风险相关，但却是不同的风险类型。

如果我们观察各种回报曲线，那么我们可以看到三种现象：

·不同时间的利率大致走势相近。换句话说，如果你看一周前的回报曲线，再看现在的，如果短期利率降低的话（比如因为中央银行在减息），那么长期利率一般也是降低的，虽然不是回回如此。

·回报曲线一般是向上倾斜的。也就是说，长期利率一般要比短期利率高一些。

·短期利率比较高的时候，有时候回报曲线会向下倾斜。

为什么会有这种现象呢？学术界也没有什么统一的观点，有的学者认

为长期利率和短期利率的关系反映的是市场对利率走势的预期，也有人（比如凯恩斯）认为长期利率比较高的原因是因为人们都偏爱现金，所以长期债券要用高一些的利率来吸引投资者。还有学者认为，各个时间段的债券类金融工具各自在不同的市场交易，所以它们的走势虽然相似，但是有时候不同。

那么回报曲线有什么用处呢？

·它可以帮助预测利率。通过回报曲线，你可以计算出市场认为在将来的某个时间的利率是什么水平的，这就是市场对未来利率的预测。

·帮助预测经济萧条和经济衰退，尤其是当回报曲线是平的或者是向下倾斜时，很多人认为那就是萧条的表现。

·有助于投资决定。许多投资人和交易商都针对回报曲线做很多投资交易。举个简单的例子，如果你觉得回报曲线有可能从向上倾斜变得比较平，那么你可以抛出较长期的债券，购入较短期的债券，等待曲线变平牟利。

·有助于融资决定。公司可以选择成本最低的那一段曲线去融资。比如回报曲线向上倾斜很厉害，那么短期融资的成本就可能相对较低，公司可以考虑多发短期的债券。

利率的确定

除了政策利率之外，其他各种利率通过资金的供求关系来决定。一般来说，经济形势是资金供给与需求的最主要的决定因素，因此，利率也是

由宏观经济形势决定的。政府可以通过货币政策和财政政策对利率水平进行干预。从资金供给的角度来讲，政府的财政政策影响税收，影响到个人的收入和公司的税后盈利，影响到储蓄和资金供给。政府的货币政策影响货币流通量，也影响资金的供给。从资金需求的角度来讲，利率也受到政府政策的影响，因为政府影响整个经济形势，经济形势影响资金需求。同时，政府的财政政策还决定政府要借多少钱，这也是资金需求的一部分。总而言之，政府对于利率的影响是一个复杂的关系。

我们先来细看一下影响资金需求的因素：

·发债人的投资机会。它与经济增长相关：经济增长越快，投资机会越多，对资金的需求量也越大。

·政府财政赤字。赤字需要政府借钱，赤字越大，资金需求量越大。

·通货膨胀。通货膨胀越高，资金的需求量越大。

我们再细看一下影响资金供给的因素：

·政府的货币政策。它直接或者间接影响资金供应量。

·社会财富总量。这也和经济增长相关：经济增长越快，社会财富总量越大，对资金的供应量也越大。

·通货膨胀。通货膨胀越高，一般来说资金的供应量越大。

·预期回报。预期回报越高，尤其是当债券相对于其他可以投资的资产的预期回报比较高时，资金的供应量越大。

·各种债务的风险。风险越高，需求量越小。

·各种债务的流动性。债务的流动性越好，需求量越大。这也是美元债券畅销的原因，虽说人们也许并不看好它的预期回报。

在资金供需平衡的时候利率就随之确定。但是这取决于许多谁都说不清道不明的因素，所以一个人很容易解释为什么利率变化，因为可以找到各种理由。但是想要去预测利率未来将如何变化就很难，因为你也不知道上面提到的那些因素会如何变化。即使知道，你也可能不能推断出利率会如何变化。大部分的金融价格变化都有这个特点。

债券风险

债券的风险主要有两个方面，一是因为利率变化而引起的价格变动，这叫利率风险，是市场风险的一种。二是债券发行人违约或者倒闭，本金拿不回来了，或者只能拿回一部分，这是信用风险。我们在第2章介绍风险时谈及各类风险的特征不同：有的风险是因为价格总是在不停地变化，但是变化的幅度一般不是很大，也有的风险是平常不怎么变化，但是一变就可能惊天动地，利率风险和信用风险正好是这样两个例子。利率不断变化，但是幅度有限，所以债券的利率风险是有限的。债券发行人破产，一般只会出现一次，但是一次就要了债券的命。所以投资人要对这两种风险采取不同的策略来管理。银行里很多所谓的“火箭科学家”就是专门研究这两种风险的，银行的市场风险管理部门和信贷部门需要不断监视和控制这两种风险。“火箭科学家”是人们常用的说法，指银行负责计量、产品设计、风险控制的专家，他们大部分有数学、核物理、统计学或者电脑博士

学位，银行的市场风险管理部门和信贷部门需要不断监视和控制这两种风险。这次的金融危机的起源是被证券化之后的美国次贷，它其实本来是信用风险，但是证券化之后被银行购买，买了之后却成为市场风险，原因是证券市价价格变化所带来的风险。因为是信用，所以这些市场风险管理部门也不太在意；因为是市场，故信贷部门也不在意。

不同年期的债券的风险也不同，同等信用等级的债券，长期债券的风险大于短期债券的风险。

债券的另一个风险是汇率风险。许多机构投资人都是在全球投资，购买全球有价证券，尤其是美国的国债。美元是全球清算货币和储备货币，美元债券流动性很好，因而成为全球各种投资人购买最多的产品。购买外币的债券就意味着承担外汇风险。相对而言，外币的价格变化要比政府债券的价格变化大很多，所以投资外币债券的收入可能会被外汇的上下波动淹没。一个国家的汇率上升可能会因为这个国家的利率上升，利率的上升又同时导致该国债券价格下跌，但是汇率和债券价格之间没有必然的联系，汇率的走势和利息之间也没有必然的联系，债券里面的外汇风险可以使用很多比较成熟的金融工具来控制，这个问题我们在第6章再详加阐述。

为了降低债券的风险，有些债券有特定的条件，这其实和银行为了降低贷款的风险所采取的措施有类似的地方，本来债券和银行贷款就是一类的东西。比较常见的三类条件包括：

·契约保护条款。这是发行人在发行债券时做出的书面保证。比如对自己今后将要发行的债务总额进行限制，或者保证在任何时候都有一定的现

金储备等。

·债券保险。有些私人公司自己有一定的资金，他们从债券发行人那里收取一定的保险费，保证该发行人的债券将会按时还本付息。这种保证在美国比较普遍，尤其是美国州政府发出的债券。

·偿债基金。发行人保证在债券到期之前以事先约定的条件预留出现金交给第三方保管，以保证按时还本。

评级公司

在公开发行债务之前，发行人必须通过评级公司给自己的债券评级。评级公司通过对该公司的分析，以及对该公司所在国的政治、经济和对该行业的分析，外加对这个债券的特点的分析，给这个债券一个信用评级。通常发行人会付给评级公司一笔评级费。这里面就有潜在的利益冲突问题：因为评级公司通过客户的评级费赚钱，这就像体操比赛的裁判要向每个选手收费一样。虽说评级公司的评级在整个金融和投资行业中得到广泛使用，但是评级公司却没有受到相应的监管。这次金融危机的伏笔就是2004年以后大量结构很复杂的抵押债券的发行，其中许多债券其实是高风险资产（包括各种高风险按揭贷款）的重新包装，而评级公司给予许多这样的债券AAA的最高评级，为银行的许多高风险交易行为大开绿灯。有统计说，2005~2007年被评为AAA的资产抵押证券中，到2008年7月，只有不到1/4仍然是AAA的评级，一半以上跌到了投资信用级别以下（低于BBB）。

全球三大评级公司占据了这个市场的主流，它们是以纽约为基地的穆

迪和标准普尔，以纽约和伦敦为基地的惠誉国际评级。其他国家和地区有一些比较小的地方性评级公司。三大评级公司都强调它们评判的是特定债券违约的可能性，而不是发行人财务出现问题或者债券价格下跌的可能性。但是债券的价格是和评级紧密相关的：如果评级公司下调一个已发行债券的评级，那么债券的价格走势只能是跌。许多机构投资人有内部的投资准则，许多政府也会限制特定的机构投资人不能持有某个评级级别以下的债券。所以评级被调低的债券，可能会被机构投资人抛售。2007年穆迪公司承认说，由于一个电脑错误，使他们的评级模型错误地给一类信贷类金融工具评高了整整四级！这使得监管机构和整个金融投资业都很担心：评级公司的评级在金融运作中举足轻重，一个评级或者一次评级的调整可能意味着一家公司的倒闭，但是在金融工具日益复杂的今天，评级公司是不是有足够的能力给出合理的评级呢？又有什么办法来检查评级公司的评级呢？这也是本次金融危机之后要解决的问题之一。

评级公司依靠以下几方面的因素来为债券评出各种级别（见表4-2）。

·违约的可能性；

·债券的性质和特别限制条款；

·发行破产时债券的权利和地位。

表4-2　信用评级和它们的描述

[image]

短期债券工具和货币市场

货币市场这个名称有些不对，货币市场交易的其实不是货币，而是短期债券产品。这些产品一般可以很快变现，所以基本上等同于货币。资金的需求方通过货币市场发行短期债券，寻求资金；资金的供给方购买短期债券，作为银行存款的替代品，收取更高回报。

世界各国的货币市场有以下几个方面的通性：

·一般单笔交易的金额很大，所以说这个市场是个批发市场。

·拖欠、违约的风险一般较小。

·一般从发行到赎回的期限短于1年，大部分短于120天。

·货币市场的本国性比较强，一般投资者都是在本国交易。

为什么资金的需求方和供给方要通过货币市场交易而不是直接通过银行存款和借贷呢？因为银行的监管比较严，银行要花许多时间、精力和金钱来满足监管的要求。货币市场监管相对较松，拖欠风险又相对很小，所以无论对需求方还是对供给方来说，货币市场的成本会比银行稍低一些。近二三十年中，货币市场有了长足发展，慢慢削弱了银行在融资方面的绝对主导地位。过去，储户把钱存到银行，银行再借出去给公司，现在这部分钱越来越多地通过购买货币市场基金直接借给了公司，这个过程叫做非中介化。金融市场的发展在很多时候是非中介化的过程，由通过银行融资到通过市场融资。货币市场发展的契机是美国法律的改变，允许投资公司自行设定利率，吸引储户的存款。（过去美国的存款利率也是由监管部门

制定的！）有钱的一方和需要钱的一方直接交易，跳过成本高昂的银行这个环节。根据美联储的数据，20世纪八九十年代，美国的存款总额徘徊在2000亿～4000亿美元之间，同期零售的货币市场基金总额从基本上是零上升到1万亿美元（0.1倍美国，0.3倍中国），机构购买的货币市场基金从基本上是零上升到1.2万亿美元（0.1倍美国，0.4倍中国）。

货币市场的目的在于：

·银行或者其他机构以及职业投资人多余的现金可以短期获得比银行存款稍高一些的利息。由于等到用钱时这些钱可以马上提走。所以，货币市场是多余现金的一个短暂歇脚的地方。

·对公司、政府和一些中介来说，货币市场为它们提供了低成本的短期融资渠道。

以美国为例，货币市场的参与者主要是：

·美国财政部。财政部只是借钱，这样政府可以管理所收的税款和所要支付的款项之间存在的时间不匹配问题，美国财政部是世界货币市场上最大的借款人。

·美联储。它是财政部发放国债的中介，它通过货币市场进行公开市场操作，执行货币政策（见第8章）。

·商业银行。在货币市场发行商业本票融资。

·公司，尤其是大公司。在货币市场发行商业本票融资。

·各类金融机构，比如券商（投资银行）、商业银行、保险公司、养老金，它们都会有部分现金，需要进行短期投资。它们在货币市场上购买短期债券。

·货币市场基金。个人把钱集中起来，交给专业的基金管理人专门投资货币市场的短期债券，这就是货币市场共同基金，或者货币市场基金，它在过去二三十年中迅速增长。许多个人把存款从银行转入了货币市场共同基金，前者是有政府一定担保的，后者没有。美国证券交易委员会对货币市场共同基金监管相对于其他共同基金比较严。

货币市场交易的工具包括：

·政府短期债券。这是美国政府债券，期限比较短一些。

·商业本票。其实也就是商业银行或者大公司发的借款证书。

·回购。其实是带抵押的短期借款。

·联邦基金。其实不是美联储的钱，而是商业银行存在美联储的钱，银行之间可以互相拆借（见第8章）。

·存款证，也叫定期大额存单。由银行开出，但是可以自由买卖。

·银行承兑汇票，由银行开出，到期给持有者一笔钱。一般用于国际贸易。

·欧洲美元，这是存在欧洲银行的美元短期存款。

·各类短期国债的期货。

短期国债是证券里面风险最小的一种，尤其是政府发的本国货币的短期债券，基本上被认为是没有风险的，它在货币市场里面的份额举足轻重。政府在决定发长债还是发短债的时候主要是考虑如何降低政府的借款成本。许多发展中国家政府信用不高，发长债可能没有人买，所以只能发短债。有的发展中国家政府发美元短债，因为美元的借款成本要低于国内发国债的成本，这样做的危险是如果本国货币贬值，那么政府还美元借款就有困难，1995年墨西哥、1998年俄罗斯和1999年巴西都出现过这类情况。

商业本票是最近20年里发展最快的工具，它实际上是公司或者金融机构写出的欠条。商业本票的历史很久，但是20世纪80年代之后它快速发展。传统商业本票是公司发行的，但是现在金融机构发行的商业本票超过公司发行的。许多金融机构，比如从事飞机租赁业务的，或者专门做房屋按揭的，或者专门从事汽车贷款的公司，把它当做资金的来源，因为这样得到资金比注册成为银行、接受监管要便宜。就连许多银行也更愿意使用这种方式获得资金，因为可以避免到处开设门市部接受储户存款的麻烦。这次金融危机中倒闭的一些商业银行（尤其是专门从事按揭贷款的银行）和其他金融机构就是因为过多依赖商业本票融资，突然间大家都人心惶惶，本票市场枯竭，所以那些银行缺乏现金，出路只有一条：破产。许多大公司都有商业本票借款业务，实际上把短期贷款转化为长期贷款。但是这样做也有问题，如果公司突然出现营运问题，评级公司降级，那么公司就有可能无法获得新的资金来偿还到期的商业本票，从而面临破产危险。

各大评级公司对于发行人的短债也有评级，短债评级不好的公司或者银行很难发行任何货币市场工具。

回购也是一个重要的货币市场投资工具。投资人把钱借给银行，银行给投资人一份证券（比如政府债券），同时他们说好借款什么时候到期；到期的时候银行把钱连本带利还给投资人，投资人把证券还给银行。之所以叫回购是因为银行把先头“卖”出去的证券购了回来。因为回购实际上是有抵押的存款，所以投资人一般认为回购比存款更安全。

货币市场没有一个固定的市场或者交易场所，也没有一套固定的交易程序或者准则。它是一个松散的网络体系，由电脑和电话相连，网络的中央就是中央银行，它像一个蜂王。中央银行制定短期政策利率，它的影响通过货币市场的网络传到经济的各个角落。各个交易者互相通过电话或者电脑交易，交易之后一般通过清算中心清算。很多清算中心都是政府拥有的，也有的是私人的。大部分的货币市场工具都是以电子形式存在，所以交易之后并不是说大笔的资金或者大额的单据要从一个银行转到另外一家银行，一般只是在清算中心，一笔存款或者一张单据的旧主人的名字换成了新主人的名字。

货币市场的快速发展是和货币市场基金的快速发展携手并进的。个人一般不会直接在货币市场投资，因为要了解各种短期债务产品的门槛比较高：要花很多时间精力，而且这些产品很快就到期，所以又要去了解新的。再说，货币市场工具一般是针对机构客户的，它们的面额都很大。货币市场基金的出现解决了这个问题。各国都有针对货币市场基金的专门监管法规，保证货币市场基金投资的范围是短期优质债券，这类债券可以迅速变现，风险很低。

总的来说，货币市场基金的功用是降低投资人寻找投资产品的成本，

加强投资多元化，代替银行成为一个新的中介。因为货币市场基金管理公司一般没有门市部及其他银行服务，也没有银行所要负担的监管成本，所以它的中介成本相对要低很多。银行的利息差一般是2%~4%，这是银行的利润空间。有人统计，银行的成本大概在其资产的1.5%左右，所以它的成本还是很高的。货币基金的收费只有几十个基点，它的成本应该小于收费，远远低于银行。

《经济学人》　　（2008.10.4，70~72页）

管道堵塞

当银行借钱困难的时候，我们大家借钱都困难

【梗概】虽说股票市场引人注目，上下起伏总是能登上头版头条，但是货币市场其实是整个金融体系的管道。平常它正常运作，我们虽然看不见，但是它使各种机构能够互相拆借万亿美元之巨的款项。只有当管道破裂的时候我们才会注意到它的存在。就像下水管道一样，一旦破裂，臭气熏天。目前，这个管道系统是一片狼藉……公司借款困难，消费者想要安排按揭贷款或者提高信用卡借款额度则更难。

美国的货币市场基金最发达，与它最早放宽监管有关。

个人投资货币市场的主要途径是购买货币市场基金单位。但是货币市场基金的投资者不仅仅是个人，公司和其他机构占有很大的比重。许多公司、基金、银行都会留有现金以备日常所需，这些钱相当一部分都存在货币市场基金中。

货币市场基金的回报（扣除管理费）一般和政府短期债务的回报相差无几，但是通常要比银行短期存款的利率高。

政府债券

当政府入不敷出的时候，或者当收税的日期和需要财政支出的日期不匹配的时候，就需要发行政府债券。这里要区分政府债券的总量和增减量这两个概念。每年如果政府有财政赤字，政府就需要发行债券来弥补赤字，如果政府是财政盈余，那么盈余可以用来清偿部分债务。这个数据是指政府债务的增减量，一般不会很大，比如当年国民生产总值的5%。而过去所有政府债券的总和则可能是一个很大的数据，有的国家的政府总债务超过当年的国民生产总值。每年政府要发行新债来偿还到期的旧债，还要给所有现有的政府债券支付利息，这就有可能是个不小的数字。如果债务太多，政府还款无望，政府常常采取的一步棋就是印钞票，制造通货膨胀，这样借的债务大部分被通货膨胀吃掉。各国发行政府债券的机构不尽相同，有的是中央银行发行，有的是财政部或者专门的国债办公室发行。很多国家的债券都是在股票交易所交易的，美国是个例外。

政府债券一般是定期发行的，通常是发给专门的交易商和银行再进行分销。债券可以是记名，也可以是不记名的。利息一般是一年一两次，可以是浮动的，也可以是固定的，但是一般以固定的利息为多。很多政府现在发行与通货膨胀挂钩的债券，这类债券的息票和过去一段的通货膨胀率相关，通货膨胀率高，债券的息票率也比较高，通货膨胀率低，债券的息票率也比较低。一些养老金和保险公司比较喜欢这类债券，因为它们将来的支出（也就是它们的债务）常常和通货膨胀相关，所以这类债券总是供

不应求，价格有时候被炒得比较高。政府债券的赎回日期可以是固定的，也可以是不固定的。

公司债券

公司发债的目的有很多种，比如为了扩大生产规模，为了并购其他公司，为了改善公司的资本结构（发债的钱可以用于购买自己的股票，见第5章），等等。政府债券的复杂程度在于各种不同的还款期限、币种和息票是否固定，公司债券当然也存在同样的问题，但是公司债券更为复杂的是，各个公司资金运营情况都不一样，所以信用风险千差万别，研究公司债券要比研究政府债券复杂很多。

公司债券和政府债券相比有时候会有几个其他特点：

·许多公司债券可以提前赎回。也就是说，在债券到期之前，公司可以决定提前赎回债券。当然公司只有在对它有利的时候才会赎回：一般来说，当利息下降的时候，公司就可能要求赎回债券。所以这种可以提前赎回债券的息票率会高于没有赎回条款的债券的息票率，因为投资人承担这种风险。具体高多少？这可以用衍生工具定价理论计算出来。

·有些公司债券是带抵押的，比如土地和建筑等，但是一般的债券是没有抵押保障的。

·也有的债券具有可转换的条款，转换成公司的股票，或者其他公司的股票。这种条款一般对购买债券的人有利，所以这类债券的息票率相应就偏低。这种债券在欧洲尤其是德国比较常用，在日本也比较多。这两个国

家传统上很多银行都持有各种公司的股票，它们在减少这种交叉持有的时候,常常采取发行可转换债券的方式。中国过去也有很多可转换债券发行，部分原因是中国公司想要直接发行债券审批比较困难。

正是因为公司债券信用各异，所以大公司债券都有信用评级。前四级信用等级都叫投资等级，之后的债券就叫垃圾债券。但是个人投资者看上去是垃圾债券的对于专业投资人士不一定是垃圾，因为后者可以买各种各样的垃圾债券，做成投资组合，虽说单一的垃圾债券有可能违约，但是整个组合就不一定违约了。

不用说，美国是债券市场最发达的国家，各种政府债券和公司债券名目繁多，交易频繁，很多公司和国家选择到美国去发行美元债券（这叫扬基债券）。除此之外，还有外国公司在日本用日元发的武士债券,在澳大利亚用澳元发的袋鼠债券。（不知道外国公司将来在中国发行的债券会不会叫大龙债券，或者长城债券？）这类债券的发行公司都是外国公司，但是在当地市场上以当地货币发行债券，这和我们后面要说的国际债券不同。美国也不是发行美元债券的唯一场所，欧洲公司可以在伦敦发行以美元结算的欧洲美元债券。这个我们后面再细说。

这里我们要顺便提一下优先股：这种股票有事先固定的红利，所以它更像公司的债券而不是股票，在金融研究和交易里面优先股都是放在债券中处理的。有的优先股如果一年内公司生意不好而不付红利，但是下一年公司重新开始支付红利的时候必须要把前面没有支付的红利补上，这叫积累性优先股，这类优先股看着像债券，摸着像债券，其实差不离就是债券。

垃圾债券

垃圾债券是指信用评级在Baa或者BBB之下的债券。它还有另外一个名字，叫高息债券，因为垃圾债券的名字实在是不好听。它们于20世纪七八十年代大规模出现在美国，在此之前如果一家公司或者机构的信用级别不够的话是无法发行债券的。这类债券相对于政府债券的回报利差一般都很高，平均超过每年4%，这就是我们前面所说的信用风险利差，在这里是垃圾债券利差。它的变化可能很快很大，在经济衰退、市场信心不足的时候，垃圾债券利差有可能接近10%或者更高。因为在经济不好的年份，会有很多这类债券无法还本付息，发债人违约的可能性很高。

个人购买了一家公司的垃圾债券自然会提心吊胆，其实作为一类投资产品，垃圾债券的回报还是挺不错的。有人计算过，如果你有个垃圾债券投资组合，并且持有3年以上，那么你在过去30年中是不会赔钱的。此外因为垃圾债券的独特性质，把这种投资产品加到一般的投资组合里面，它会提高整个组合的收益，并且不提高风险！如何能让令人提心吊胆的垃圾变成风险不但有限而且还有收益保证的好东西呢？秘诀：多元化，同时持有很多不同种类的垃圾债券，虽说一只债券的风险很高，但是一个组合的风险却可能不是很高。正是因为这个原因，美国有人在20世纪七八十年代开始购买和推销垃圾债券，造成了这个市场的兴起和繁荣。当时，有许多小公司通过发行垃圾债券购买大公司的例子。这个市场上最有名的一位叫麦克尔·米尔金，他的一句名言是“贪婪有理”，以他为原型的好莱坞电影《华尔街》上也重复了这句话。到现在还有很多在证券业工作的人认为这是至理名言。有人估算他通过垃圾债券获取的身价超过20亿美元，不幸的

是在20世纪90年代他因触犯《证券法》而被抓入狱。

国际债券

债券市场的国际化程度很高，无论发行和投资都是如此。美国的国家债券接近一半以上都是由外国投资人持有的，很多大公司也在很多市场发行不同货币计价的债券。有很多公司或者国家机构在欧洲市场（尤其是伦敦）发行美元债券或者非当地货币的债券，这类债券叫欧洲美元债券。冷战最“冷”的时候，1957年，苏联为了防止美国政府冻结其美元存款，而将美元转出了美国，存到了一家法国银行，这家法国银行的电报地址是EUROBANK，其后所有存在欧洲的美元都叫欧洲美元，也就是说，这是体外循环的美元。顺便说一句，大部分的外汇都是体内循环的，你在任何一家银行存入美元，这家银行其实是把钱存到它的美元代理银行的账户上。美元代理银行一般是美国银行，受美联储的监管，要向美联储汇报工作。体外循环的美元则没有上报的必要。在欧洲发行的美元债券针对的是体外循环的美元，所以这类债券就叫欧洲美元债券。当年这个市场的兴起是因为肯尼迪总统在位时于1964年颁布的一项税务法律，10年后，所谓的欧洲美元市场成为国际金融市场的一个重要组成部分，占到整个世界债券的20%以上。美元为什么重要，美元是这个市场的主要流通货币是其中一个原因。这个市场上的主要工具是债券、中期票据和商业本票。补充说一句，这个市场是一个松散的结构，没有固定的交易场所或交易所，是通过欧洲银行之间、银行及其客户之间的交易完成的。另外，这个市场虽然叫欧洲美元，但是还包括许多其他货币：如瑞士法郎、日元，等等。

为什么要到别的国家发行国际债券呢？第一，美国、英国的债券市场

很发达，在那里发债利率可能比较低。第二，有些跨国公司用某种货币发债是为了匹配（其实是对冲的一种）在这种货币里面的投资项目，比如可口可乐如果想要在欧洲扩张的话发行欧元债券更能配合他们的投资需要，对冲他们的投资风险。但是这个原因现在越来越不重要，因为发行人可以很方便地通过掉期来改变资金的币种和利率特征。第三，在金融中心发行债券有助于提高公司的知名度。

欧洲美元债券的发行最重要的原因是监管和税收上的好处：在美国以外发行美元债券不用通过美国监管当局的批准，许多投资人通过这种工具避税或者逃税。但是最近十几年里面许多国家都进一步放宽了对各种金融工具发行、交易和投资的限制，所以欧洲美元债券的优势慢慢被削弱。不久前欧盟要求所有债券的利息都先上预扣税，更进一步降低了欧洲美元债券的吸引力。但是上面说过的国际债券的三个好处仍然存在，所以国际债券市场将来仍然前景良好。

按揭贷款、二手按揭市场和按揭抵押债券

房屋抵押贷款是一种债务，是有抵押物的长期贷款，在过去30年里这种债务在金融市场的作用越来越重要。不仅仅是因为按揭买房的人越来越多，更因为土头土脑的按揭通过证券化大规模进入金融市场。30年中最重要的变化之一是按揭二手市场和按揭抵押债券市场的形成和完善，竞争日益加剧。有一类新的金融中介，叫按揭银行，它们一方面通过货币市场融资，另一方面把发放出去的按揭贷款打包证券化之后出售，完成资金回笼，因此它们不需开设营业网点来吸收存款。

最开始出现的是按揭贷款的二手市场。过去，发按揭贷款的银行负责收取利息，处理其他业务，主要是处理按揭还款拖欠以及没收房产后的拍卖工作，这些都叫按揭后续服务，也算是一种产业。有了按揭的二手市场，银行将按揭贷款出售，由机构投资人购买。也就是说，机构投资人提供资金，但是他们并不介入按揭后续服务业务；后续服务由银行或者其他专业公司完成。机构投资人可以在二手市场上自由买卖按揭贷款。

房利美和房地美促进了美国二手按揭市场的发展。这几家公司向外发债，融到资金以后从各种银行或者专门的贷款公司购买按揭贷款，这样银行或者类似公司达到资金回笼，又可以发放更多的贷款。发贷款的时候银行或者类似公司可以赚一笔手续费，之后它们通过按揭后续服务继续赚取手续费。因为房利美和房地美等几家公司都有美国政府背后默认的保证，所以它们放债时候的信用评级基本上和美国政府举债的信用评级一样，举债的成本比较低。这个系统设计的本意是这几家公司在购买按揭贷款的时候也应该能把这种低成本转给贷款人受益，这样很多人都会受益，美国经济也会因为买房比较多得以提升。借着证券化的东风，美国的总按揭额从1983年的不到2万亿美元（0.1倍美国，0.6倍中国）增长到2004年的9万亿美元（0.7倍美国，2.6倍中国），其中绝大部分是个人房屋抵押贷款。但是房利美之类的公司有没有达到降低贷款利率的目的呢？不少研究表明，美国政府的担保带来的利益大部分都被这几家公司的股东吃走了，可是等到出问题的时候烂摊子都甩给了美国政府。

和公司债券相同，按揭抵押证券的定价有两个主要因素：利率和按揭的信用风险。投资购买这类产品，也是要研究这两类主要风险。但是通过这次金融危机之后人们发现：通过打包发行按揭抵押证券有一个根本的问

题：过去银行和其他发放贷款的机构都非常小心地管理信用风险，包括对借款人背景的核查，收集各种数据进行分析，如果发现按揭人还款出现问题就快速采取行动，等等。有了打包出售之后银行关心的只是多发按揭贷款，按揭人的信用风险不再是它们关注的首要问题。对于投资者来说，打包之后的证券大都非常复杂，很多投资者对于其中的信用风险所知甚少，只是一味依靠评级公司的信用评级，现在我们才知道这种做法的严重后果。

债券发行和交易

各国对发行债券都有严格的规定，发行人必须要准备充分的法律文件，里面要详细介绍债券的各种相关信息，比如债券发行人的财务状况、债券融资的用途、还本付息的时间、各种抵押和限制条款等。由于这份法律文件里面细微的文字差别就可能造成债券风险的很大不同，所以投资人必须对这份文件仔细阅读。许多国家的监管机构也要审核这份文件，如果觉得披露的信息不够的话，监管机构会要求发行人补充资料。

国际债券的发行不太一样，一般要比本国债券的手续简单。

政府或者公司发债大部分时候会有一个或者多个银行来作承销商，这和股票发行的情形类似。承销商收取一定承销费用。因为债券的风险一般小于股票，所以承销费用一般远远低于股票（股票平均有2%~4%的承销费，债券连1/10都不到）。有的政府发行债券的时候不通过承销，而是直接通过分销商分销。

债券发行之后，发行人都会通过一些金融衍生工具（主要是掉期）来

调整将来要支付的利息的周期和水平。比如，一般的债券都是固定利息的，但是很多公司愿意支付浮动利息，因为公司的盈利和将来的利息水平相关，通过掉期可以很容易达到这个目的，将固定的利息支出变成和市场相关的浮动利息支出。债券承销商虽说在承销的时候挣不了多少钱，但是通过掉期可以挣很多，所以他们都拼命争抢这种生意。

过去债券的购买者会拿到一张凭证，证明他是债券的拥有者。这张凭证上有若干小票据，每到付利息的时候，债券主人拿着一张小票据领取利息，这也是债券的利息也叫息票的原因。现在大部分的债券都是电子记名方式了。

在很多国家，个人投资者都可以通过银行或者券商开户购买和交易国债，起始资金都不大。但是私人直接购买国债的情形还是不太多，原因有多种。有些个人通过购买国债基金购买国债；有的人觉得国债风险太小，回报有限；银行和券商也许因为买卖国债手续费有限，所以并不积极推销这种产品。

二三十年以前，投资人购买了债券一般会每年收取利息，到了到期日再取回本金。因为息票是固定的，所以对保险公司和养老金这样要定期付出款项的机构，债券很有吸引力。但是最近20年，债券投资人的行为有了很大变化，许多投资人不再是坐吃利息等到赎回的那一天，他们积极交易债券，低收高抛，以获取资本增值。这种转变的原因主要有两个：一是电子交易的普及，使交易更为容易；二是所谓的按市价核算定价原则在全球各国被普遍应用，投资人购买的债券必须每年重新定价，这样债券的价格浮动会反映在年度报表里面，从而促使很多投资人积极买卖。但是总的来

说，相对于各国的政府债券和大公司的本币债券，国际债券的交易量还是很低，许多投资人买了这类债券之后都是持有至到期日。而政府债券和比较大的公司的债券交易都很频繁，流动性很大。

债券或者利率的衍生工具

许多国家的政府债券和大公司的公司债券存量很大，交易量也很大。与此相辅相成，这些债券的期权和期货的交易也非常活跃，要么是通过交易所，要么是通过柜面市场。期权或者期货到期的时候人们可以交割债券，但是更多的是展期或者平仓。也有大量金融衍生工具直接按照利率定价，省去债券价格这一道手续，通过利率算出现金交割的价钱。很多这样的金融工具用LIBOR来作为参照标准。除此之外，债券的衍生工具和利率的衍生工具之间的区别不是很大。

利率期货（包括短期政府债券期货）是期货交易市场里面交易最活跃的期货产品，占金融期货交易量的90%以上，每天交易额很大。全球各大期货交易市场都有各种利率期货产品，交易量集中在主要货币——美元、欧元、日元的短期利率期货上。利率期货的使用者包括想要对冲利率风险的公司和在短期利率市场进行投资操作的金融机构和公司。对投资人来说，通过期货来短炒短期利率要比买卖短期债券方便和便宜得多，而且期货的一个最大好处是它具有杠杆效应：投资一元钱，可以控制好几十元，赚得多，赔得也多。

除了债券和利率的期权和期货，利率衍生工具里面最重要的一个品种是利率掉期。我们前文提过，虽说发行人发行了一只债券：固定利息（绝

大部分的债券都是固定利息），有固定的还款期限，比如10年，债券的货币是美元。但是这个发行人没有必要在10年内年年支付固定利率，也没有必要非要支付美元利息或者用美元偿还本金，也没有必要把自己所支付的利率拴死在10年期的债券利率上，这里面的奥秘，都来自利率掉期这种衍生工具。

最常见的利率掉期是固定调浮动，或者浮动调固定。比如一家公司刚刚发行了固定利息的10年期美元债券，这家公司可以和一家银行签订10年期支付浮动利率接受固定利率的掉期，这样每半年银行向公司支付固定利率，公司拿去支付债券的息票，而公司向银行支付随行就市的浮动利率；所以，总体来看，就好像公司发的债券是浮动利息的债券。这是最常见的一种利率掉期合同。当然公司还可以支付欧元的利率，收取美元的利率，就好像发行的是欧元债券。或者公司按照2年期的利率支付利息，而按照10年期的利率水平收取利息，就好像发行的是2年期的债券（前后发5次）。公司之所以要使用掉期来改变自己的支付利率，有时候是为了更好地对冲风险，有时候是为了在市场上投机，降低债券的成本。

掉期一般是在柜面市场完成的，所以交易的双方要承担对方的信用风险，由于这种交易的期限一般很长，十几年或者几十年都是常有的，所以信用风险可能很大。利率衍生工具绝大多数是通过柜面市场完成交易，交易所的交易量不到10%。

债券交易

在一些国家，各类债券（尤其是公司债券）是在证券交易所交易的，

买卖双方通过交易所的撮合直接交易，但是大部分的债券交易都是在柜面完成的，投资者和做市商买卖，而做市商之间通过电子网络连接，使他们可以互相买卖。政府债券的做市商很多，交易量也很大，买入价、卖出价之间的价差很小。大公司发的债券的买入价、卖出价之间的价差会稍微大一些。小公司的债券交易很少，买入价、卖出价之间的价差很大，有时候投资人无法买到或者卖出债券。

近些年，电子交易平台日渐普及，许多银行和大的机构投资人可以通过电子交易平台买卖，使交易成本降低。但是公司债券交易的自动化程度相对于政府债券还是比较慢，因为这些债券本来交易量就比较低，债券和债券之间的替代程度也比较低（政府债券，3年期的和5年期的差别不是特别大；公司债券，可口可乐公司的债券和百事可乐公司债券的差别可能很大）。总的来说，电子交易还将会进一步提高价格的透明度，降低交易成本。

债券指数

债券指数和股票指数的功用一样：反映整个债券市场或者其中一个类别的债券在一段时间内的表现，这样投资人或者资产管理人就可以评判自己的投资组合相对于整个市场究竟表现如何。债券指数也是五花八门，比较常用的是各个国家的政府债券指数、公司债券指数（一般还会按照信用等级的不同细分）、全球债券指数。在全球债券指数里会涉及外汇，所以包含外汇波动的债券指数和把外汇对冲掉的债券指数。所有的指数都是由某个公司或者个人根据一定的假定和规则来制定的，因而各种指数都有自身的问题。对于债券指数来说：其中包括哪几只债券、不包括哪几只债券

都会对指数有影响。有的债券交易不频繁，用什么价格来计算指数也不是黑白分明的问题。一种债券，比方说某公司发行的10年期债券，如果该债券的相当一部分都被一家机构买走作长期持有，这一部分不在市场上流通，那么这一部分究竟算不算？这也是个问题，就像中国股票指数里面算不算非流通股的问题一样。

利率预测和债券分析师

利率无论是对国民经济还是对金融交易、投资都很重要，所以很多银行和其他各种金融机构、政府机构都有专门的分析师来预测利率。预测利率不仅仅是要预测中央银行下一次行动是升息还是降息，升降多少，还要预测市场的反应和其他利率的升降。我们说过，中央银行只能控制政策利率，其他利率，尤其是更重要的长期利率（对要借款的公司和个人来说都是长期利率更重要），是由市场决定的，它们受到很多因素的影响，很难有比较准的预测。

我们在本章提过，回报曲线实际上是市场对未来利率走势的平均预测，如果有一种预测方法能比这种平均预测好的话，那就有了一种很好的赚钱方法。但是如果我们来看队伍庞大的专门从事债券投资的机构投资人，他们的平均回报一般都低于相应的指数回报，这就从侧面说明了预测利率困难重重。

许多中央银行和著名的研究机构都有自己的计量经济学模型，顾及大大小小各种因素，来预测未来的经济增长速度、通货膨胀、汇率和长期利率，但是目前也没有文献证明这些模型分析出来的结果要比市场交易出来

的回报曲线准确。

《华尔街日报》　　（2009.1.2/4，年终市场和金融总结，Y5版）

债券价格创造新低

公司违责，经济衰退可能使2009年的反弹乏力

【梗概】信用市场2008年把股票和美国经济拉下水，公司债券和房屋按揭债券创出价格新低点，回报率激增。新的一年可能不会像上一年那样摧枯拉朽，因为很多债券的交易价格已经非常低。垃圾债券跌了26%，它们的信用利差从年初的6%高攀到了18%以上，投资级别的债券利差也从2%升到6%。人们采取安全措施，躲进美国国债，使美国国债高升14%，成为年度的佼佼者。美国政府短债0%的回报也有人买，因为3个月之后钱还能回来，存到银行就不好说了。虽说现在有些投资者已经开始回来收捡破烂，但是违约比例在2009年可能会提高很多，使市场进一步动荡。

债市如何赚钱

首先，在投资理论里一般认为债券是金融资产类型。这个说法可能有些怪：什么是金融资产类型？什么不是呢？我们不去细究里面的各种学术争论，大致来说，金融资产类型要满足两个条件：

·从长期来看，如果买了之后放起来（当然到期的债券你要把它赎回，然后购买新的债券），就能比无风险回报高；

·它的价格变化与其他资产类别的价格变化不完全相同。

用这两个条件来衡量，债券是金融资产类型，股票也是，但是外汇是不是就值得商榷。现金也通常被算做金融资产类型，它是无风险资产，用于其他资产的参照物，因为它的回报就是短期政府债券回报。在债券里面又可以进一步分出这样几类资产子类型：投资级别债券和垃圾债券；政府债券和公司债券；短、中、长期债券；本国、外国和新兴市场债券。这些子类别的债券的价格变化各有不同。

金融资产类型这个概念是重要的，换句话说，和现金相比，债券这个资产类型长期会预期给投资人带来比短期现金存款要多的回报。究竟多多少？这取决于是上面所说的哪一种子类型资产，每种子类型的风险不同，回报各异。说债券是一类金融资产类型，这个结论好像不起眼，但是很多金融工具连金融资产类型都算不上。对于懒人、自己认为对金融没有兴趣或者没有远见的投资人来说，如果没有什么更好的策略，选几个简单金融资产类型组成的投资组合应该是第一步。

有研究资料表明，如果除去管理费，债券基金平均来看并不能为债券投资人提供比债券指数更好的回报。所以，与其买一个每年收费1%的国债债券基金，如果你有时间和精力，还不如开一个国债账户，短、中、长期各买一点儿，表现不会相差很远。对于风险较高的类别，比如垃圾债券或者新兴市场债券，如果可能的话可以买一个或者几个收费比较低的债券指数基金。

债券市场是我们前面介绍过的套利操作最适用的金融市场，很多债券之间的替代性很高，尤其是政府债券之间，所以这些债券的价格差别应该在一定的幅度之内，如果超出范围，就会有套利的资金抛出价格稍高的债

券，购入价格稍低的债券，等待价差回落。政府债券市场的流动性一般很好，交易成本低，所以这种操作很容易。债券之间的价格差别常常很小，所以也需要投资人使用高杠杆才能获取比较高的回报。正因为这个市场上有大量的资金在寻找套利机会，所以这样的套利机会凤毛麟角。

短炒债市的门槛比较高，由于短债的风险较低，所以要想获得一定的回报就必须要有很高的杠杆，所以这个市场里面基本上都是银行和机构投资人，对个人投资者来说套利的机会不多。对于比较长期的债券，信用风险大大增加，尤其是长期的公司债券和新兴市场的债券，这类债券有时候名义回报很高，但是这些公司或者国家的违约风险一旦出现或者一有出现的苗头，想要出手这些债券就变得非常困难，价钱下跌可能很快。

债券衍生工具市场为机构投资人和公司提供了很便宜、很方便的避险和投资工具，这些机构和公司可以合理使用工具，也许不能增加回报，但是可以有效降低风险，也是间接为投资人或者股东赚钱。不过这些工具的滥用可能会造成严重的后果，甚至导致机构或者公司的破产。尤其是与各类信用风险相关的金融衍生工具，平常不出问题，一出问题就有可能是个碗口大的疤。本次金融危机中，贝尔斯登和美国国际集团都是栽在信用衍生工具的手里。

5　股票市场

引言

股票代表的是所有权，股票持有人拥有股票所代表的公司资产的一部分。人们一般认为第一家发行股票的公司是和中国有着深刻历史渊源的荷兰东印度公司，时间是1602年。工业革命中股票发展迅速，融到的资金用于建造厂房，股票交易也随之发展。今天，股票是最重要的金融工具之一，全球公众发行的股票总量为35万亿美元（2.5倍美国；10.2倍中国），年交易量很大，对许多个人投资者来说，股票和投资是同义词。

股票是公司长期资本的主要来源。股票和长期债券不同，股东能享受到公司价值的增长，而债主却享受不到。但是，股票有可能大幅度下跌，股东所受的损失可能会远远大于债主的损失。公司破产的时候，债主先收取剩下的资产，债主的债务清偿完毕之后，剩下的东西才是股东的。

股东除了有享受红利的权利之外，一般还有在公司的年度股东大会上就公司事务进行投票的权利。在欧洲，股东一般还有另外一种权利，叫优先购股权，就是公司发新股的时候现有股东有权利先买，所以在欧洲发新股的时候常常发的是新股认股权，发给现有股东。股东可以用认股权去掏钱买新的股票，或者直接去市场上出售认股权。在美国，发行新股认股权的做法不是很普遍。

股票种类

股票的种类没有债券那样多：

·普通股。这是最重要、最普遍的股票种类。有时候普通股会有不同的等级，比如一个等级的股票在股东大会投票的时候一票可能等于另一类普通股票的十票。这种不同等级的股票很多时候是家族式的公司用来控制上市公司用的，现在越来越少见了。

·优先股。其实我们在谈债券的时候讲过这种股票。这类股票通常会在每年固定的时候支付固定的红利，所以这类股票更类似于债券而不是股票。公司在普通股的股东支付红利之前必须首先给优先股的股东支付红利。为什么投资人会购买优先股而不是债券呢？在很多国家，优先股的红利和债券的利息的税率是不同的，一般红利的税率会优惠一些。发优先股的公司很多是金融公司，优先股对它们来说可以算做股东资本，虽说从经济利益上来讲和债券相同。

·可转换优先股。这类优先股可以在某种条件下转成普通股，所以与可转换债券相似，在市场上很少见。

美国金融市场发达，全球很多公司都愿意在美国上市。但是美国证券交易委员会的监管比较严，准备各种文件之类的要求比较烦琐，还需要应用美国会计准则，所以在美国上市的成本也会相应高一些，美国存托凭证就是银行想出来的一个解决方案，在20世纪90年代比较流行。银行先去海外购买某公司的股票，然后在美国发行美国存托凭证，这个凭证基本和持有外国的股票有同等效果，好处是直接可以在美国银行买卖，并且用美元结算。很多国家后来也有类似的工具，中国也在计划发行存托凭证以便中国香港上市的红筹股回归内地上市。

最近十几年中，股票市场日益国际化，很多公司都选择到本国之外的股票交易所挂牌上市，或者在不止一个股票交易所挂牌交易。伦敦股市、纽约股市和纳斯达克股市是海外公司上市的首选，但是中国香港是中国内地公司在海外上市挂牌的首选。在海外股票交易所挂牌，公司的年度报表就要符合该股票交易所的要求，各个国家的会计准则有异，这也是这类公司需要准备几个版本的年度报表的原因。

股票在谁的手里

每个国家的股票文化不同，小股民的比例也大不相同。根据纽约股票交易所的数据，美国有4000万小股民，这是比较高的比例。美国30%的股票在私人手里，德国比较低，为3%，英国为25%。这个比例主要取决于养老金账户是不是做实的，还取决于养老金基金投资股票的比例。美国很多公民都有自己的养老金账户，这是做实的，这些钱很多是投在股市里面的，所以它的股票文化很普及，小股民很多。美国和英国有近50%的股票被各种机构投资人持有，这其中包括养老金公司、保险公司和各种基金公司。这个比例在日本和德国并不大。德国和日本半数以上的股票都被银行和其他机构所持有。从全球的趋势来看，越来越多的养老金账户在做实，交给个人来管理，所以总的趋势是私人股票持有量上升。从交易量来看，目前发达国家机构投资人的交易量占股市交易量的大多数，在发展中国家，散户的比例较高。

初级市场和二级市场

一般人们提起股市是指二级市场，也就是说已经发行了的股票交易的

市场，旧股市场。但是通常一家公司是由一个私人公司开始的，股权集中在一个人或者几个人的手里。要到达二级市场，公司的股票首先要经过初级市场，也就是说公司股票首先要上市、挂牌。很多国家的证券监管部门都对公司上市设置一定的条件：必须有多少年的营运历史，必须有多少营业额或者利润等。这些规定是为了保护普通投资人，防止骗子借股市圈钱。但是这也意味着很多小公司很难通过股市融资。为了解决这个问题，很多国家又有创业板股市，上市的要求低一些，自然鱼目混珠的可能性就大一些。与创业板相对的概念是主板。

首发上市

首发上市也就是说一家原来不在股市挂牌的公司开始挂牌、在股市交易了，对一家公司来说是一件非常重要的事情。公司选择上市的理由各异，但以下一些是比较常见的：

·公司资本来源社会化，摆脱单一性资本来源的局限性，拓宽了发展空间。

·拓宽股东基础，使公司的股票在买卖时有较好的流通性。同时，为现有股东（比如创投基金）提供离场途径。

·改善公司治理结构，实现所有权与经营权的分离，实现公司管理和经营职能的专业化、职业化。

·估值最大化，套现远期价值和无形价值。

·强化管理层与员工激励。上市之后，公司更容易给员工发股或者股

权，使员工的报酬和公司的股价相关。向员工授予股票期权作为奖励和承诺，增加员工的归属感。

·上市对发行人的披露要求较为严格，这可能使公司的效率得以提高。

·与资本市场、中介机构长期合作。

·增强公司的竞争地位与竞争实力，提高公司的声誉与影响力。

但是首发上市一般只涉及公司股份的一部分，比如25%~30%，不会是一次出售全部的股份。上市出售的股份可以是新股，或者是旧的股票。如果是旧的股票就意味着公司将不会从首发上市中得到新的资金，上市的钱被过去的股东套现拿走了，国有公司私有化的时候可能旧股比较多，一般首发上市的新股多一些。

最近20年间最大的一些首发上市很多都和私有化相关，发达国家的政府纷纷通过股市出售过去国家控制的公司，尤其是公用事业公司。最近几年的大型首发上市很多是中国的国有企业，也是通过股市走私有化或者民营化的道路。这些大公司的上市一般是分步骤的，每次卖出一部分的股权。

公司上市之后，公司或者现有的股东可以出售更多的股票，这叫二级发售，或者增发。

公司包装上市的过程

要上市，公司需要借助一系列中介的帮助，最主要的是保荐人和承销

商，这通常是由投资银行来承担的。保荐人用自己的名誉保证公司达到了监管部门和交易所的要求，而承销商则负责把公司的股票卖出去。在卖股票之前，公司要雇用一家会计公司为自己准备过去几年业绩的年报，同时雇用一家律师行撰写招股书，在招股书中，公司要披露过去的表现、生意的现状，以及预测的未来增长和回报。这些文件都要递交给监管部门或者股票交易所审批，审批的目的不是看公司是不是将来会盈利或者股票上市之后会涨还是会跌，而是看公司有没有按照法律要求如实披露各种必须要披露的信息。

监管部门都亮了绿灯之后就需要承销商把股票卖出去，这里面最关键的是定价：价格太高投资人不买，太低公司卖股卖得太便宜，损失了本来可以融到的资金。承销商根据他们的经验和网络来建议最合适的定价，公司做最后的拍板。承销的字面意思是承担买下，也就是说股票卖不出去的时候，承销商兜着，但是实际运作过程中承销商有很多办法降低自己的风险。其中最重要的一项是通过和全球最大的机构投资人合作，提前获取他们的认购意向，包括什么价格买多少股，这样承销商在定价的时候就不会凭空臆想了。但是也有这样的例子，股票卖不出去，全都烂在承销商的账上。为了这种服务，承销商要收取融资额2%～7%的承销费，一点儿也不便宜。上市之后的一个月里，承销商一般还会积极买卖股票，争取减少股价的波动，这叫稳定价格。承销对于投资银行来说是一项非常赚钱的生意，所以投资银行之间的竞争非常激烈。但是对于一个要初次上市的公司来说，就好像出嫁一样，所以并不是只挑最便宜的那家。一般来说投资银行的声誉是非常重要的选择因素，另外一个相关的因素是投资银行最近做了哪些生意。生意多的说明声誉好，公司更可能选择这样的投资银行，所

以几家大的投资银行从事这个行业的绝大部分生意。与此同时，承销的费用并没有因为行业竞争而下降。

首发上市之后一般公司的大股东都会有一定的禁售期，在这段时期内，大股东不能卖股，公司也不能发售新股。

认购首发上市的股票

全球各地的投资人一般都会积极购买首发上市的股票，这常常使首发上市的股票在开始交易的当天大幅攀升。有很多统计资料表明，首发上市股票第一日的平均回报是20%左右。这是因为公司为了增加影响，力争股票有个好的开始，通常会在估值的时候稍稍让利给投资人。在中国很长一段时间里面，股票挂牌第一天股价翻番是很常见的事情，但是这不是世界其他地方的惯例。但是也有不少研究材料表明，新上市公司的中长期的平均表现一般不如大市，很多新公司的股价最高点就是上市第一天达到的，以后都是走下坡路。这也许和新的上市公司所要面对的风险很多、对新公司的管理人要求大幅提高有关。所以，很多专家都建议一般的投资人不要去购买新上市的股票。如果抽到新股，应该在头一两天抛掉。

很多人指责投资银行在首发上市的过程中经常采取违规的手法为自己牟利，比如把热门股分配给最好的客户使这些客户在第一天转手抛掉稳赚一笔；或者让自己的研究人员写出充满正面消息的研究报告，影响投资人的判断。2001年之后美国证券交易委员会全面检查了美国投资银行在首发上市过程中有没有违规的行为，很多投资银行都选择了认罚，并执行了证券交易委员会建议的一些增加投资银行内部管理的措施。

股票指数

股票指数代表的是整个交易所或者其中一个局部的表现，综合体现一组股票的整体表现。比如比较有名的道琼斯指数反映的是30家大公司的综合涨落，而标准普尔500指数则追踪500家大公司的升跌，所以后者更具有一些代表性。也有很多行业指数，比如交通、工业、金融和公共事业，指数反映这些比较大的行业的股票表现。

股票指数只能作为股市起伏的一种参考，并不能说是绝对的反映，因为每种指数都选取一组特定的股票，涵盖有异，计算方法也不同。比如中国股市里面大量非流通股份是不是计算在内会给结果带来很大的差异。

很多机构投资人都把某种股票指数当做自己的目标，他们争取能超过股票指数的表现。很可惜，有大量的证据显示，机构投资人的平均表现并不一定比股票指数好（见第9章）。

股票衍生工具

最简单、最常用的股票衍生工具是股票指数期货和股票指数期权，很多此类工具都在股票交易所或者期货交易所交易。股票指数期货或者股票指数期权和其他各种期货期权的原理一样，比如投资人以固定价格购买了3个月的股票指数期货，3个月以后如果股票指数大于固定价格，投资人按照点数收钱；如果小于固定价格，投资者付钱。当然如果是通过交易所购买的合同，交易所会通过保证金的变化逐渐收钱或者付钱，而不是等到最后一天。大的银行都有专门的股票衍生工具部门，通过柜面市场或者交易

所出售和交易各种比较复杂的股票衍生工具。股票指数期货的增长迅速，这与股票指数基金的快速增长有直接关系，许多股票指数基金使用股票指数期货来操作。另外，更多投资人通过买卖股指期货来管理股票投资组合的风险，这也是股票指数期货增长的有一个原因。交易量最大的股票指数期货是标准普尔500和纳斯达克指数期货，其他西方发达国家最主要的股票指数期货交易量也很大。大家都很关注的道琼斯30指数的期货交易是1997年才开始的，比较晚，因为这个指数的所有者此前一直反对股指期货的交易。中国内地的股票期货指数也应该会很快面世。

单只股票的期货出现比较晚，很多国家都还没有这种产品。美国也仅仅到2000年才开始交易单只股票的期货。有的股票交易所反对发行单只股票的期货，因为期货在其他交易所交易，抢了自己的生意。另外，许多国家对股票沽空都有限制，有人担心单只股票期货的出现会给投机者可乘之机。总的来说，在有单只股票的期货市场，这类期货的交易量都不太大。

股票衍生工具的交易大约有1/3是在交易所完成的，另外的2/3在柜面市场完成。

股票交易所

我们平常说的股票交易所实际上应该叫证券交易所，许多国家的股票交易所都交易股票和债券，也有些还交易各种衍生工具。交易所上股票交易的笔数比较多，可是债券交易的面额和交易量则大出很多。美国的纽约股票交易所则只交易股票。

股票交易所的功能为：

·管理公司的上市和挂牌事务；

·为各种金融工具询价提供场所；

·监管交易的进行；

·批准和管理交易所成员；

·交易之后的交割、清算；

·股价和其他交易信息的传播。

著名经济学家凯恩斯曾经说过：“为了保护公众利益，我们应该使赌场进出不方便，代价高昂。同样，股票交易所也应当如此。”但是一般认为，为了能使需要钱的人和有钱的人做成合理有效的交易，股票交易所是最好的途径。这一点，凯恩斯也认同。相对于股权的私下交易，股票交易所的好处在于它的网络效应：买家和卖家都在一起，流动性比较大，所以价格对双方来说都更合理，而且更有可能做成交易。股票交易所收集和公布各种交易和订单的信息，包括价格、数量，当然也包括其他很多有用的信息，这使投资人能更好地做出决策。股票交易所还有一套公开的交易准则，使大家都按照同一个游戏规则来入场交易。这正是为什么比较有名气、比较大的公司都愿意它们的股票在股票交易所交易而不是在私下或者柜面交易的原因。

一般来说，各国的股票交易所都要求个人或者公司首先成为股票交易所的成员才能交易。成员一般有两类，一类是普通交易成员，另一类是特别交易成员，后者担负有做市的责任，有时候也叫做市商。当普通交易成

员来询价的时候，做市商必须报出买入、卖出的双向价格。最近20年，电子交易快速发展，特别交易成员的作用日益被削弱。有一些股票市场完全是电子交易，电脑将买家和卖家的订单自动撮合，完成交易，不需要做市商，也就是我们前面提到的拍卖市场。更多的股票交易市场融合了电子交易和做市商两种形式。一般来说，完全电子交易的市场交易成本可能较低，但是对于比较大的订单则可能缺乏足够的流动性，反而使成本上升；有做市商的市场则可以更好地应付比较大的订单。市场价格快速变化的时候，电子交易市场无法应付，有做市商的市场则相对较好。

纽约股票交易所有固定的地方，交易大厅，但是纳斯达克就没有，是许多交易商（做市商）的电脑连起来的一个网络，实际上是一个联网的柜面市场。像纳斯达克那样的交易所不需要成为成员，但是交易者必须在美国证券交易委员会注册。同纽约股票交易所相比，纳斯达克上挂牌的小公司比较多一些，但是也不绝对，也有些很大的公司在纳斯达克挂牌。在纳斯达克上市的微软公司或者英特尔公司都有超过20家的做市商，交易的流动性很好。

最近20年中，全球交易所的交易量都大幅上升，比如，美国纽约股市1983年的日均交易量为1亿股，1999年超过4亿股，2003年超过14亿股，这也是为什么全球交易所本身的股价都大幅攀升的原因。与此同时，股票交易所的交易成本（卖出价和买入价之间的平均价差）在不断下降。另外，过去许多国家都有很多不同的交易所，经过整合兼并，现在一般一个国家只有一两个比较大的交易所，近年来，国家之间的股票交易所的合纵连横则更为普遍。与此同时，许多大公司也纷纷同时在几个股票市场上市，增加知名度，增加投资者的范围。20世纪90年代后期，许多公司都在

其他国家的股票市场上市，这是过去没有过的新情况，也是资本市场国际化的表象之一。

交易所对于股票在该交易所上市挂牌都有要求，比如要求上市公司最少应该有多少流通股，以保证流动性；最少应该有多少盈利，或者现金流，等等。交易所从上市公司那里收取上市费，根据公司规模的大小不同收取。

股市的大小一般要看国力和历史渊源，按照股市所有股票的市值总和来说，纽约股票交易所、纳斯达克、东京股市和伦敦股市是比较大的股票交易所。最近几年，中国香港和中国内地股票交易所的排名也快速上升。另外一种分法，以股市的市值总和除以所在国的国民生产总值，这个排名让一些以金融为主业的国家和地区排在前头：中国香港（900%GDP）、新加坡（280%GDP）、瑞士（310%GDP）、美国两个股市加起来为140%GDP，伦敦股票交易所150%GDP、东京100%GDP、深圳和上海加起来为40%GDP。还有一个数据是股票交易所的年交易额除以股市的市值总和，这叫周转比率。换句话说，一元钱的市值在一年之内流动几次，一般来说，亚洲各国的股市的周转比率都比较高，常常会超过300%，而欧美各国的周转比率一般比较低，在50%左右。周转比率越高，说明短炒的投资人越多。最近两年，欧美的周转比率在提高，亚洲的则在下降。

最近10年，股票交易所面临新的竞争：很多大的券商和其他投资机构联合起来成立电子通讯网络，这些网络使这些大机构能够绕过股票交易所买卖，这样很多买卖订单可以通过电子通信网络直接交易，避免支付交易所的费用，压缩交易成本，这导致股票交易所和做市商的获利空间都受到

冲击。这些电子通信网络的交易量发展很快，最近的数据显示已经占到纽约股市或者纳斯达克的1/3左右。面对这种情况，交易所纷纷收购电子通信网络，把电子通信网络变成自己的一部分，比较大的并购交易是纽约股市购买Archepilago交易所，纳斯达克购买INET。

股票交易方法

一般来说各国股票交易方法大同小异。投资人通过一个股票经纪公司下单，股票经纪公司一般都是一家或者多家股票交易所的成员，它将投资人的买卖订单传递到交易所。交易所将买方和卖方配对（其中一方可能是做市商），如果价钱数量合适，那么买卖成功。股票经纪公司把交易的信息传回投资人，中间收取他的手续费。投资人给股票公司下单的方法有很多，有的规定交易价格，有的要求股票经纪公司“尽力而为”；有的规定订单的有效时间，有的直到投资人取消之前都有效；有的要求交易要一笔完成，有的可以分批，等等。这里面有很多的名词，我们不去细究。没有哪一种交易方法是最好的，所以投资人要找出适合自己特定目的的下单方法。股票经纪公司有时候会虚报交易价格（这在柜面市场上比较常见），所以投资人要时刻提防。

过去很多国家的监管部门都规定股票经纪公司的手续费是多少，但是过去二三十年这种限制慢慢被解除，所以股票经纪公司互相竞争，通过降价招徕顾客。有些股票经纪公司使用电话或者网络技术降低交易成本，这样它们的交易手续费就可以低一些。正是因为交易成本降低，所以各国都有了一批所谓的“当天交易者”，或者短线炒家。大批的短炒人士的出现又增加了股票市场交易量，更进一步降低了交易成本。当然交易成本的降低

也有其他的原因，美国政府就曾经起诉过纳斯达克交易所的成员，说他们结成托拉斯抬高交易成本。诉讼之后监管当局同意其他交易平台也可以合法交易，比如上面提过的电子通信网络，这使交易成本有所下降。但是，目前还没有证据显示这些天天盯着荧光屏的“当天交易者”赚到的钱比大市多。

上面说的交易过程主要是针对个人投资者的，对于专门从事股票投资的机构投资人，股票交易还包括其他一些方法：

·大宗交易。机构投资人买卖的数量比较大，如果在交易所交易，尤其是卖股票的时候，价格很可能被砸下来，所以大宗交易一般在场外进行。如果机构投资人要出手很多股票，他会委托一家或者多家券商在全球寻找潜在的买家，谈好之后很快出手，等到市场知道，交易已经完成。上市公司再融资也是通过同样的渠道。如果机构投资人购买大量股票，一般他会委托一家券商将订单化整为零，在一段时间悄悄购买。如果投资人持有的股票超过公司发行股票总量一定比例，很多股票交易所都会要求对此进行披露，但是等到披露的时候，购买一般已经完成。大宗交易一般会占股票市场交易量的相当比例，比如纽约股市的大宗交易量占整个股市交易量的一半左右。这也反映出该股市的流动性很好，可以承受这样的大进大出。

·程式交易。这种交易方式也没有严格的定义，一般来说如果是按照事先设计好的电脑程式自动交易的方式都叫程式交易。过去有些券商或者机构投资人都有专门的程式交易小组，它们的任务是通过电脑寻找各种金融工具之间价格的差别，比如现货和期货之间的价格差别，然后通过程式交易方式自动交易，获取套利利差。但是现在金融市场交易量越来越大，容

易寻找的利差机会也越来越少，所以原来意义上的程式交易越来越少。另外一种程式交易也叫动态投资组合保险，大市走高的时候自动购买更多的股票，大市走低的时候自动抛售股票，目的是降低风险。这种交易方式在20世纪80年代比较常用，有研究表明1987年的“黑色星期一”股灾之所以厉害，原因之一就是这种高追低跑的自动交易方法。最近几年，由于电子技术的日益发展，有很多投资人采用所谓“高频交易”的投资手段，通过电脑每分每秒监测市场，寻找短期获利机会，这一部分的交易量越来越大。过去程式交易量有可能占到股市交易量的1/4，最近一两年的数据显示高频交易的交易量占到股市交易总量的1/3左右。

·一篮子交易。有的投资人需要同时买入或者抛出很多股票，比如股票指数基金公司（见第9章）可能需要同时购买或者抛出股票指数的许多成分股，很多券商都专门有系统来帮助客户完成这种交易。

·沽空。最近的金融危机中沽空股票的行为受到了许多国家监管部门的重点关照，这些监管部门给沽空者设置种种障碍，有的干脆短期禁止沽空。中国政府倒是反其道而行之，首次在国内开始尝试做空机制。沽空的意思就是投资人借来股票然后卖出去，等到一段时间以后股票价格下跌再低价买回来，然后把股票还回去，从中获利。2006～2008年，纽约和伦敦股票交易所上股票沽空的份额从不到3%上升到了4.5%左右。为了沽空，投资人需要借股票：各类债券的借入借出有很大的市场，股票的借入借出生意也在快速发展。许多机构投资人买了股票放着也没用，借出去还可以获取一定的报酬。但是这也不是免费午餐，因为借出去的股票被人家抛出去等着股价下跌，就像把房子租出去等着人家给你砸烂了之后还回来。其实有很多研究表明，股票沽空机制可以增加股市的流动性，使股价更有

效、更合理；但是在危急中，谣言四起，有的评论家认为正是那些沽空股票的投资人在散布谣言。是不是使用沽空手段也是对冲基金和传统基金一个非常大的不同点，这一点我们在第9章中详述。

股票买卖之后还有两道程序，分别叫清算和交割。清算意味着把买方和卖方的单据对照一下，看看它们的内容是否吻合。交割是指买方支付卖方钱，卖方把股票转到买方的账户，这个过程一般是在交易以后几天之内完成的。清算和交割虽然说起来简单，但是每天交易成千上万，就算大部分工作由电脑完成，也是很烦琐、很耗成本的工作。有的交易所自己负责清算和交割，也有的则包出去给别的清算公司完成。

还有，许多国家的监管部门都允许券商为股票投资人提供借款，股票投资人则用买来的股票作为抵押，这叫保证金融资。这使投资人可以用一元钱的资本来购买几元钱的股票，杠杆高了，风险提高，潜在回报也提高。在市场好的时候，投资人赚钱，券商因为借款和收取手续费赚钱；市场不好，投资人和券商都可能被风浪掀翻，所以对这类行为的监管一般都比较严格。

股票回购

公司通常是发行股票融资，也有可能在市场上购买自己的股票。这种行为叫做股票回购，一般有几个原因：

·向市场发出信号，公司的股价被低估了。公司的决策人比外界更知道公司的底细，所以公司购买股票，应该是一个正面的消息。

·有时候公司购买自己的所有股票是为了把一个上市公司变成非上市公司。

·股票回购可以作为发放红利的另一种手段。很多国家对红利的税收和对出售股票资本增值的税收不同，后者可能低一些。如果公司不是发红利而是回购自己公司的股票，股东就有可能降低上缴税额。

·有的公司购买股票然后发给员工作为激励机制的一部分。

·改变公司的资本结构。

公司买回来的股票可以注销，也可以存起来。存起来的股票叫库存股份，它们既没有红利也不能投票。但是公司可以把他们重新卖出去，或者发给员工，那样它们就又变成普通股票了。

股票估值

一只股票究竟应该是一个什么样的合理价钱呢？有人反问说："那么一根绳子究竟有多长呢？"虽说这是戏言，但是也多少反映了股票估值的难度；另外，即便你能估出股票的真实价值，但是它的交易价格也可能与此大相径庭。股票的估值充其量说是一门艺术而不是科学，下面介绍的常见的方法只不过是提供一些依据。

首先要说明的一点是股价的贵贱不能看它的绝对值：一只股票的价格2分钱可能很贵，另一只200元可能还很便宜。股票只不过是公司的一部分，看是如何分的，同一家公司价值100元，分成10股每股的价值是10元，如果交易价是5元，那么股价就被低估；同一家公司，分成100股每股

的价值是1元，如果交易价是2元，那么股价就被高估。另外，股票的账面值是很多中国投资人比较关注的一个指标，说某只股票的账面值是5元，股价才3元，明显低估。这也没有什么大的意义：账面值反映的是公司的净资产估值，很多房产、机器、库存的估值都有很大的主观性和随机性，所以这个数字的准确性比较值得怀疑，尤其是对于那些有主观动机造假的公司。另外，如果一个公司不能通过造出东西或者提供服务卖钱的话，账面值有什么用呢？产权清晰的房地产可以卖钱，但是那些专门的机器和库存能有什么价值呢？越来越多的公司的大部分资产都可能是无形的，用账面值的方法来看更是没有太多的意义。

股票估值方法主要是两大类，一类是和同类公司比较估值，另一类是按照公司将来的现金贴现估值，两类之中又有许多比较细的划分，还有方法综合两类方法。

在同类公司比较估值中最常用的是市盈率（定义后面说），每股股价估值等于公司的来年预期盈利乘以公司的市盈率。市盈率一般采用同类公司的平均市盈率，然后按照该公司的特点上下调整。但是选取什么公司作为同类，用什么样的平均方法，如何调整，得出的结果都可能大不相同。对于公司的来年预期盈利则更是没有什么大家都认可的方法，所以估计出来的结果可能差别很大。另外的一个问题是，市盈率里面的“市”是市场价格，所以它可能在一个经济周期里面波动很大，用哪一个更合适呢？所以专业的分析师在用市盈率分析股票的时候都会给出一个区间：如果用这种市盈率和这种盈利预期，那么股价应该是这个数字。

贴现估值最常用的方法是红利贴现模型，也就是把公司今后的预测红

利按照某种贴现率算成今天相当的钱数，它就是公司目前的价值。公司红利的预测表面上要比盈利预测稍微容易一些，因为盈利上下浮动比较多，但是一般公司都会保证红利的数额。但是这其实也是表象，如果只看下一年的话，红利自然容易预测一些，但是对一个股票估值，哪能只看一年，长远来说，预测红利和预测公司的盈利没有什么实质的区别。这种方法需要选取一个贴现率，估值的结果和贴现率的选择息息相关。那么选择什么贴现率呢？这又是一个没有公认答案的问题。一般人们使用风险资产定价理论（见第9章）来计算公司的贴现率。但是那个理论又要回过头来用公司的股价进行分析，所以有点循环论证。

这两类估值方法都无法科学、精确地给出公司的股价。许多因素影响到公司股价，有的关乎公司，有的关乎行业，有的关乎整个国民经济，有的关乎投资人的心理状态。

影响股价的因素

从理论上讲，公司的股价应该是公司未来所有盈利折现以后的总和除以总股数。你预测公司将来10年、20年、300年的表现，然后用合适的贴现率把将来的盈利贴现到今天，得出的数值就是公司的目前股价。但是这个定义，虽说理论上没有错，但实际上也没什么用处，因为谁也说不准公司将来的命运；即便知道，也不知道该用什么贴现率；退一万步，即便是知道贴现率，也不知道市场上的外部环境和供需因素如何影响股价。在实际运作中，股价的变动和许多因素相关。

·公司盈利。公司的盈利受到很多内部和外部因素的影响，内部因素包

括公司理念、管理团队、产品性能、商标等。外部因素更多，包括经济形势、消费者的习惯、人口结构的变化、利率和汇率的变化、行业竞争态势等。还有一点，如果你只看公司年度报表的盈利，你也不一定能真正了解公司的情况，因为年度报表上的数字都经过公司和公司雇用的会计公司的各种“按摩”（有的是按照会计准则必须做的，有的就是擦边球了，更有非法的），所以不能看见什么就相信什么。

·红利。对于投资人来说，红利是购买股票所收回报的重要的一部分，如果股票价格不涨，至少投资人可以收到红利。许多养老金每月要给退休人员付钱，红利是一个重要的资金来源。每股的红利除以股票价格叫红利回报率，是投资股票的一个重要指标。一般红利比较高而且稳定增长的公司都会受到投资人的推崇。如果红利上升，股价也很可能上涨，但是这也要看公司是不是因为业绩好而增加分红，如果业绩不好却增加分红，无疑是杀鸡取卵，股价反而会下跌。快速增长的公司一般没有什么红利，因为这样的公司需要钱投资增长。历史上各国的平均红利率都在3%～4%，但是20世纪90年代末21世纪初股价疯涨，利息又很低，公司通常采用股票回购的办法而不是发放红利，结果导致红利率大幅下降。1999年股市大跌，2008年再次下跌，这也可能促使公司重新开始重视红利。

·现金流。即公司一年的现金收入减去现金支出，这和盈利不太一样。现金流好的公司股价高。

·利率。一般来说，利率升高对股价不利。因为利率升高意味着存款和债券回报的升高，所以股票红利的吸引力减弱。此外，利率升高常常意味着经济增长减慢，这对公司的盈利也不好。但是这又不能完全看做一对一

的关系，因为利率升高的原因通常是中央银行要控制通货膨胀，如果市场觉得利率升高能控制通胀，也许股价会升而不会跌。

·供求关系，以及短期的风潮。有时候没有什么特别的经济原因，人们会突然对某个行业或者股票感兴趣，所以大家都去追，越追越高，直到有一天咣当一下。

·宏观经济走势。公司的股票价格变动和很多宏观经济变量相关，比如通胀率、国民经济增长、失业率、消费者信心等。但是每种宏观经济统计数据对于各个行业和各种股票的影响是不同的，而且这里面又不是一对一的关系：不能说因为上一次通胀率突然增长了1%，结果某公司股票跌了10%，所以这一次通胀率增长了1%这只股票还是会有同样的反应。

·有人说货币供应量增加，股价上升，因为人们手里钱多了，要出去买东西。听上去有道理，其实这也没有什么根据，它们之间的因果关系并不强烈。金融里面许多说法都有这个毛病，因果关系不关联，比如日本东京街头超短裙的长短和日元当年的走势——这不是捏造出来的，当年这个理论有很多的追随者。

《金融时报》Lex专栏　　（2009.1.2，10版）

致落败的狗

【梗概】过去一年中许多复杂的投资战略铩羽而归，有一个简单的战略已令投资者大赔一笔。所谓的“道琼斯的落败狗”投资战略是每年购买道琼斯30指数中的十只红利率最高的股票，1945~1995年，采取这种策略的回报要比购买全部30只股票每年高3%。但是2008年这个战略购买的花

旗、通用汽车、通用电气和杜邦公司都要跌得比指数惨，幸好跌了97%的AIG保险的红利不高，所以未被购入！过去在股市不好的时候，这些红利率高的落败狗公司一般的表现会相对较好，2008年正好相反。那些专业的基金经理可能会说：这种简单的战略怎么可能赚钱？但是，投资人采取简单的投资策略而不是支付基金公司或者其他金融机构昂贵的管理费或者咨询费其实是不无道理的：从长远看，红利率高的公司要好过红利率不高的公司。

预测股价走势使预测天气这个行业看上去很成功。按照我们后面要说的有效市场理论，股价的变化像掷一个骰子，向上向下完全是随机的，从过去的股价走势上无法判断未来的走势。另外，上面所说的各个方面都可能影响到股价，如果有新的消息出来，股价可能会应声而动，但是等到你抓起电话打给你的股票经纪想要买卖时一般都已经晚了。

买卖股票常用的关键比率

很多人在谈论股票的时候都喜欢用各种比率来证明自己判断的正确性，这些比率大都是一些关于公司营运、财务、价格贵贱等方面的一些概括，这些概括使一个公司的股票和另一家公司的股票具有可比性。但是，只要是概括就有遗漏，所以使用这类比率的时候都应该首先认识到它们可能隐藏的问题。还有，这类比率的数据来源有些是公司的财务报表，我们已经说过了，这类报表上的数据都可能被公司或者会计公司合法或者不一定合法地揣摩过，准确性值得怀疑。即便是没有被按摩过的数据，因为各国的会计准则细节不同，也不能等同对待。下面我们简单介绍几个比较常用的比率。

·市盈率。这是最常见的比率，是股票的目前价格除以每股的盈利。换句话说，你用目前的价格买了股票，公司要多少年才能替你盈利回来。当然，这是在假定公司每年盈利不变的情况下。一般来说，公司的盈利会年年增加，所以用目前的股价除以将来的预测盈利，市盈率就会低一些，这叫远期市盈率（或者动态市盈率）。通常快速增长的公司市盈率会比较高，因为将来的预期盈利会增加很快，所以远期市盈率不太高。但是，营运很差的公司有可能市盈率也比较高，因为分母很小，所以分子迟早要跌下来。一般人们用某只股票的市盈率来看这只股票相对于整个市场或者其他类似公司是不是价格偏高或者偏低，言下之意是类似公司的市盈率应该相近。这个说法也没有什么大错，但是哪里有两家那样类似的公司呢？另外，市盈率在很长时期有一个平均值，比如除了日本，西方发达国家的市盈率一般是在12~15倍之间，日本高许多。当整个市场的市盈率远远高出这个平均值的时候，一般股价就会下跌，最终市盈率会回到长期平均值，但是谁也不知道究竟是市盈率到了20会开始下跌呢还是到了30之后才开始，所以如果你在市盈率20的时候开始沽空的话，到了30可能已经赔个精光。但是每次市盈率越涨越高的时候也会有专家出来解释说：一个新的时代到来了，不能用过去的市盈率来衡量将来，1999年科技股大涨的时候如此，2006~2007年全球股市大涨的时候也是这样，到了最后，过去像一个幽灵一样回过头来把专家和乐观的投资人猛咬一口。有一种基金投资理念，叫价值投资，很关注市盈率（和市净率），这类基金专门寻找市盈率在短期比较低的公司来购买，以期公司的市盈率回到长期平均。

·贝塔系数。贝塔系数描述的是一个公司的股票价格的变动如何与大市的变化联动。如果股价的变动和大市步调一致，那么股票的贝塔系数是

1。如果大市变化1%，股票变化2%，那么股票的贝塔是2。一般风险比较高的公司，比如科技公司或者中小型的公司，贝塔值可能都比较高，而像公用事业之类的保守型股票贝塔值都比较低，小于1。也有一些股票的贝塔值是负数，但是不太常见。贝塔较高的股票，风险较大，但是回报也应该比较高，这是金融理论中的风险资产定价理论，我们在第9章再细说。值得强调的是，贝塔也不是万灵药，同一只股票在不同的时间计算出来的贝塔值可能差别很大。

·股本收益率。这个比率常用于比较一个行业里面各个公司的效率，效率越高的公司股本收益率也应该越高，因为这个比率计算的是每一块股东的钱能赚回多少钱。计算股本收益率大致就是把公司一年的净收益除以公司的股本总额，很多公司都定有股本收益率的目标。但是也要看到这个比率的问题：因为公司负债不直接反映在这个比率里面，所以公司可以通过加大负债提高这个比率；但是提高负债，公司的风险相应提高，就像最近几年里的金融机构。

其他比率还有很多，在此我们不一一赘述。

股票风险

股市上下起伏波动，这是投资者所熟知的现象。有时候股市在一段时期会呈上升或者下降的趋势，这也就是我们平常所说的牛市和熊市。股票风险一般用股市的波动性来衡量，发达国家的股市整体的年波动性一般在15%~20%，发展中国家的股市年波动性平均在20%~35%之间，2008年的波动性估计是这个平均值的两倍。你可以根据我们前面对于波动性的定

义算一算在一年里面亏一笔钱的可能性有多大。但是单只股票的波动性则高出很多，一般公用事业这样的公司波动性低一些，快速发展的公司和小公司则会高很多，年波动性在40%~50%或者更高都是很常见的。单只股票的股价可以掉到零，每个投资人都不能忘记这一点。还有，要提醒一句：股票的波动性本身的变化就很大，当我们经历一段相对平安无事的阶段，波动性快速下降，但是如果来了什么事件，人心惶惶，波动性则快速攀升。

衡量股票风险的另一个参数是前面说过的贝塔系数。贝塔系数越高，风险越大。我们在第9章再回头来看上面的两种衡量风险的指标的异同。

股东和公司经理人的利益冲突

公司的经理人是股东的代理人，但是经理人和股东的利益有可能是不一致的，这是公司治理里面最重要的一个问题，也是经济学里的委托人-代理人问题。经理人有可能想为自己谋利，对股东的利益造成损害。股东了解公司营运的最直接的办法就是看股价，如果大市或者同类公司都在上涨，但是自己公司的股票不升反而降，那么股东就有可能责怪经理人。股东对公司的营运可能了解不够，尤其是小股东对于大的上市公司的内部的了解只能根据公司每年两次的财务报表，这是股东监控经理人的一种手段。但是经理人有可能通过伪造数据，或者对财务报表进行合法或者非法的乔装打扮来蒙骗股东。上市公司的财务报表是要由独立的审计师来审计的，本来审计师肩负着帮助股东发现问题的重任，但是审计师的收入是从公司那里来的，他们是由公司委任的，这又是一个委托人-代理人问题，所以审计师有可能睁一只眼闭一只眼，甚至帮助公司做假账。2001年前后

倒台的许多公司，包括安然公司、世通公司都存在这类问题。所以美国2002年出台了新的法规，《萨班斯－奥克斯利法案》就是针对这类问题。比如要求公司的首席执行官和财务总监在财务报表上签字，事后如果发现他们知道有问题还签了字，那么他们就要坐牢。该法律对公司的会计师和审计师也都有特别的要求，目的是降低股东所承担的风险。该法律虽说用意很好，但是给上市公司带来的成本很高，一些小公司都选择从股市停牌，许多新上市的大公司都选择不在美国挂牌，而去伦敦或者其他市场。

在股东和公司经理人的博弈中，股东的地位传统上是很低的。西方以股市为基础的资本主义意味着股东四分五裂，分得很散，很难集体行动；公司的经理人掌握着大量的资源，所以占据主动。股东如果不满，顶多也只能（含恨或者含泪）抛掉股票，另寻目标。但是最近几年中所谓的股东维权运动也越来越受到关注，有一些基金或者影响力比较大的投资人专门从事这方面的工作：他们购入管理较差、表现也较差的公司的股票，然后通过媒体或者直接和公司交涉，甚至起诉公司经理人，以达到更换公司的领导层或者改变公司营运方针的目的，提升股价，获取回报。

但是公司的股价低迷也有可能不是公司经理人的错误。这时候公司可以回购公司的股票，向市场发出正面、积极的信号。或者，公司经理人可以连同一家甚至几家大的投资人或者银行，将公司买回来，这就叫管理人收购。这种收购风险很高，但是如果成功的话就可能收益丰厚。

股评和分析师

专业股票研究人员也叫股票分析师，他们提供公司的盈利预测，就公

司发表分析研究报告，提供行业以及国家、地区的股票分析，并发表股票评级：购入、抛出或持有。一般认为研究人员提供的信息能促使投资人更为准确地评估股票，从而提高股市的有效性。

2003年4月28日，美国证券交易委员会与全球十大投资银行达成全球有关分析研究的协议，协议要求这十家投资银行在交出数十亿美元的罚款之外，分开其投资银行业务和研究部门，并在他们所发表的研究报告中增添一些具体的披露。之前许多人认为投资银行业务和研究业务有利益冲突，投资银行为了讨好公司客户或为了揽到包销股票的生意，故意把资质不好的公司说得天花乱坠，最后倒霉的是不知情的投资者。许多研究数据证实，投资银行的研究人员更多的是说购入，说抛出的则为数不多。大概计算，在美国，购入和抛出股评的比例过去10年平均为10：1以上，而其他西方发达国家则大约是3：1左右。

近10年股票研究人员的报告显示，一般来说，研究人员的确能给股票投资人带来超额回报，他们点评要走高(低)的股票一般在1~6个月之内可能会高（低）于没有受到点评的股票。这一结果在世界各个股票市场，各个时间段都得到证明。其中美国研究人员对美国股票的点评的平均超额回报最高，其他发达国家的超额回报要小很多。小公司的研究报告所产生的超额回报要比大公司高，而且大部分额外收益是在报告发表当天产生的，所以要想得到这些超额回报，必须快速行动。同时，受点评的股票交易量一般要大于不受点评的股票交易量，这也是为什么上市公司都希望有更多的研究人员追踪他们股票的原因。但紧跟研究人员的报告而成为巨富的可能性不大，从现有统计来看，这种超额回报的平均值每年很少超过5%，有时候连交易费用都不够。当然，有的研究人员的报告可能比平均水平超

出许多，有的则大大低于平均水平。投资者要寻求高回报，就必须追随前一类的研究人员。但寻找这样的研究人员并不比寻找好的股票容易。

研究人员的研究报告大部分不是领导潮流而是追风型的。这些报告可能推介前一段表现较好的股票而冷眼看待最近表现欠佳的股票。根据金融理论，股票的表现是不应该有趋势的，但许多研究表明，股票的价格走势的确是有趋势的。与此相应，研究人员股评报告大部分也是追随趋势，股票报告给股票投资人带来的额外收益主要来自于股票的趋势。换言之，你紧跟股评买入抛出，一般来说是会得到一定的超额收益，但是这和你按部就班的买入前几个月表现好的股票、抛出表现不好的股票所得到的超额收益区别不大。

股市如何赚钱

投资股票赚钱吗？各种人对这个问题的回答可能和“你信神吗”的回答类似，各不相同，而且有很多极端的回答。

从过去30年，或者过去100年的历史来看，投资股票的回报远远超过投资债券或者把钱放在储蓄里面的回报。这话如果被过去2年股市“套牢”的人听见肯定会被认定这是睁眼说瞎话，但是在比较长的时期，比如10年之间，这句话在目前看来是没有错误的。股市在短期，甚至在几年里面大起大落，有时候跌落得像世界末日就要来了，但是从中长期来看肯定是赚钱的。金融学里面有一个著名的问题就叫股票风险溢价之谜，意思是说，股票的超额回报和股票的风险相比不太匹配，回报大于风险。过去几十年里，投资股票每年的平均回报要比债券高6%左右，这就是人们一般

所说的股票风险溢价。所以，投资股票长期来看不仅赚钱，而且物超所值。当然我们要提醒自己我们说的很多年的平均数，具体到某一年或者几年，股票可能赔也可能赚，股票可能跑赢债券，也可能跑输债券。

股票的所谓“价值异常”是众所周知的，很多人都评论说这是最好的股市投资战略。很多研究资料表明，投资者一般过高估计增长很快的公司前景，而低估所谓的价值股票。价值投资的意思就是注重这类被低估的价值股票，从而在中长线得到高于大市的超额回报。价值投资最常见的做法是把股市上的股票分成市净率较高的股票和市净率较低的股票，前一部分划成增长股，后一部分划成价值股，价值投资就是投资后一类股票。现在很多比较有名的股票指数都有一些附加指数，也叫子指数，比方一个附加指数可能只包括标准普尔指数里面的增长股，另外一个附加指数则只包括标准普尔指数里面的价值股。价值异常在世界各国的股市、各种历史时期都有，所以在很多金融理论里面它已经成为一个被认定可以带来超额回报的因素。如果投资人购买价值股票，各种文献记录投资人每年的平均回报要比增长类的股票好5%～20%不等。很多人都说科技股不敢沾，其实说的是这个问题的另一面：科技股一般都是增长股，它们很多听上去令人振奋，但是从投资的角度来讲可能并不好。与此相关的异常还包括投资市盈率比较低的股票、红利率比较高的股票、市值相对于销售额比较低的股票、比较不被人看好的股票（比如前几年表现比较差的落后分子），有很多研究显示投资这类股票的回报好于大市。

那么很多人推崇的技术分析炒股战略呢？这是一个比较大的话题，我们首先要说股票投资的另外一个异常：“动量异常”。换句话说，前一段价格飙升的股票可能将来一段时间会跟着飙升，前一段的落后分子将来一段

仍然落后（这一点和前面所说的不矛盾，动量异常一般看的是比较短的时间段，比如几天，最多几个月，但是上一段的价值异常则可能需要数年才能显示出来）。很多投资人采用动量投资的方法，看看股票最近的表现然后做决定。如果很多人用这种方法，它本身就能制造新的动量。动量异常在各种金融市场里面都有，股票也不例外。有很多研究资料证明它的存在，所以在金融理论里面它也成为一个被认定可以带来超额回报的因素。但问题是动量的标准（或者叫模型）有千千万万，虽说它们总体在长期来看是能取得超额回报的，但是一个投资者要找到合适的动量指标入市就有些撞大运的成分在里面。

那么花样繁多的技术分析和动量异常有什么关系呢？如果细究的话，绝大多数的技术分析都是动量投资的变种。概而言之，之所以技术分析能赚钱，是因为动量投资能赚钱，一般并不是因为哪种技术分析方法有什么致富的偏方。有人说过：能从技术分析中稳当赚钱的办法只有一种，那就是撰写关于技术分析的书籍，或者发表技术分析的文章。

另外一种常常被人提到的异常是“规模异常”，意思是说，相比之下，规模（市值）比较小的股票一般要比规模（市值）比较大的股票回报高（这不是在每个股票市场都准确，有资料显示中国香港小市值股票（所谓“仙股”）的长期表现逊于蓝筹股。），这和人们通常所说的如果不懂投资股票就应该投一些蓝筹股的说法正好相反。其实选择投资大家都知道的股票是人之常情，在投资机构中这种情况就更为普遍，也许正是由于这个原因，大公司的股票相对来说被炒高，所以小公司的股票就有额外的赚头，在金融理论里面它也是一个被认定可以带来超额回报的因素——上面所说的价值、动量和规模是三个经常被提到的超额回报因素。但是也有人

认为，小公司的股票可能在理论分析的时候回报高，但是真正去购买就不同了，因为小公司交易量不大，大量买入抛出会大幅影响股价，所谓的超额回报都被交易成本给吃走了。

其他还有一些赚钱的说法，或者说异常。我们提过首发上市的股票在第一天平均会有10%～20%的回报，但是在中长期新股票一般跑不赢大市；我们还提过回购股票的公司一般股票价格表现会跑赢大市。有一些文章指出，如果跟随公司的大股东或者经理层买卖该公司的股票，回报会超过大市，但是这个说法也没有定论，因为也有一些文章说结果没有人们想象的那样好。最后，如果某些股票被选入（或者被剔出）一些比较出名的股票指数，这些股票的价格在其后的一段时间有可能跑赢（或者跑输）大市。但是有证据显示这种效果在最近几年越来越弱，很可能是因为追踪这种方法的人越来越多。

顺便说一句，投资者投资股票的时候应该想想金融中介是如何通过股票赚钱的：买卖越频繁，中介的手续费越高；你越是不注意中介替你买卖的价格和市场价格之间的区别（尤其是通过柜面交易的时候），中介的盈利空间越大；中介如果掌握大量客户交易的信息，就可能利用这些信息通过提前交易获利。虽说中介赚钱多的时候不一定就是它们的客户赚钱少的时候，但是客户和中介之间的潜在利益冲突是时刻存在的。至于有些人所指称的中介在它们公开发表股票研究报告之前提前建仓，或者通过研究报告虚晃一枪误导投资人的事情可能不是完全没有，但是这类行为在许多国家都是违背证券法的行为，所以总的来说可能不会像人们想象的那样多，因为中介长期经营靠的也是名誉。

购买股票的回报体现在两大方面，一个是股票的增值，另一个是股票的红利。因为红利是现金，拿到手之后你可以存起来收取利息，所以要格外精确的话你还应该加上红利的利息收入。一般所谓的股票总回报是股票价格增长，加上红利，除以当初的买入价。但是这忽略了两个非常重要的因素。第一，股票的价格增加只有到了股东把股票出手之后才算确定，但是如果出卖股票，股东必须支付券商的手续费和其他卖股费用。第二，没有考虑税收对总回报的影响。在许多国家，红利和资本增值的税率差别很大，所以必须分别对待；第三，红利的税收一般是当年支付，很多国家还直接从发红利的公司那里预扣，但是资本增值税要到股票出售之后才收取，所以时间点不同。这一类的问题是个人投资过程中要非常重视的，对股票如此，对其他各类投资产品都如此。

6 外汇市场

引言

一种货币相对于另一种货币的价格和交换机制，就叫外汇（价格一般叫汇率）。外汇市场是交易量最大的金融市场，24小时连轴运作，交易中心主要是伦敦，纽约和东京。大致而言，伦敦的交易量最大，是纽约的两倍，纽约又大致相当于东京两倍的交易量。根据国际清算银行2007年的统计，全球每天的外汇交易量是40万亿美元（2.9倍美国，11.7倍中国,别忘了这是一天的交易量！）。

虽说外汇交易的初衷可能是为了方便各种跨境贸易的进行，但是现代外汇交易的主要原因不是进出口的需要，那在整个外汇交易量中所占的份额微不足道，估计小于1%，外汇交易最主要的是各种金融中介的投资和避险交易。其中有些中介把外汇当做一种独立的资产类别，积极买卖获取回报；另外一些机构交易外汇的原因是为了满足全球投资过程中的外汇需求；还有许多机构交易外汇是为了对冲在全球投资过程中不可避免的外汇风险；跨国银行集团需要交易外汇来管理它们各种货币现金；中央银行需要交易外汇来干预汇率；跨国公司需要买卖外汇来应付投资和日常经营的需要。最后，游客需要外汇支付海外旅游的费用。许多人都是通过这一点接触认识外汇的，但是这一点其实对于外汇交易来说无足轻重。

近20年虽说有了欧元，一下子少了十几种货币，但外汇交易仍然呈上升态势，金融市场和商品市场的全球化是主要的原因。机构投资人现在基

本上都采取全球投资战略，需要很多外汇交易。外汇市场也有越来越多的投资者专门寻找各种机会。

简史

历史上的外汇交易取决于商贸的需要，各个国家之间钱币的相对价值取决于钱币所含的黄金或者白银的数量。即便是18世纪纸币使用相对普及之后，货币间的比价还是取决于每种货币能从发行国政府那里兑换到多少黄金，所以这都可以叫金本位的汇率体系。第二次世界大战之后的布雷顿森林体系也是基于黄金兑换，汇率浮动很小。这个体系在1944~1970年使用，是一种固定汇率，也是金本位的汇率体系，其他货币要么和美元挂钩，要么和黄金挂钩，美元则和黄金挂钩。各国中央银行都要不断干预，以保证本国汇率对美元在事先设定的平价附近波动。当时成立的国际货币基金就是专职负责固定汇率体系，它为成员国提供借款。而同时成立的世界银行当时的任务是帮助战后欧洲的重建，后来才开始帮助发展中国家的经济发展。

1972年，美元受压，部分原因是越南战争的开销问题。同年9月，美国宣布取消美元和黄金之间的自由转换，这是浮动汇率时代的开始。

从20世纪80年代开始，外汇波动很大。80年代前半段，美元大涨，对有的货币涨幅超过100%。80年代后半段，美元回落，幅度也很大。20世纪90年代的前半段和后半段这个大波动又重新上演了一次。这种波动为外汇交易的大幅度增加提供了背景。20世纪80年代和90年代初，各中央银行都积极干预外汇市场，为了使外汇的波动范围控制在一定的政策范围

内，有时候西方各国的中央银行还会采取联合干预的行动。这些干预行动的有效性到目前为止也还是没有定论，但是从20世纪90年代后期开始，西方发达国家中央银行的干预行动越来越少。新兴市场国家的中央银行开始积极干预，主要的目的是压低本国的汇率，促进出口。1992年欧洲各国签订了马斯特利赫特条约，制定了欧洲统一货币的蓝图，欧元于1999年亮相，刚开始就受到打压，但是经过10年的运转，欧元已经坐稳了世界第二货币的交椅。2003~2007年，世界经济发展基本平稳，美元逐渐走低，外汇的波动越来越小，这种平静终于被次贷危机打破，外汇的波动又重新回到比较高的历史水平。从历史上看，外汇的平均年波动性在8%~12%之间，介于股票和债券的波动性之间。

外汇主要工具

外汇交易有两种主要的工具。一种叫现货交易：一手交钱，另一手也交钱，比如，美元兑英镑。说“一手交”有些形象，其实除了在旅游景点的外汇兑换点或者银行兑换小额外汇之外，一般的外汇交易是在交易后一两天后交割的，而且也不是拿着一个大皮箱去交货或者取货，钱都是从一个账户转到另外一个账户的。与现货交易对应的，是远期交易，也就是在将来某个时间才进行的交易，但是现在就把价格讲好。另外还有一种常见的外汇交易，叫外汇掉期，和前面说过的利率掉期有些类似，但是不完全一样。其实外汇掉期是两个远期交易拼起来的，一个时间离现在近一点的外汇远期交易，叫近端，另一个时间远一些的，叫远端，近端和远端的交易方向正好相反，交易数额也差不多。远期和掉期都是金融衍生工具。外汇的衍生工具也在一些交易所交易，在交易所交易的外汇远期就叫外汇期

货。交易所交易的外汇产品的数额总的来说不大，最近三四年因为对冲基金和高频投资的关系，外汇期货的数额才有显著上升，但是也不超过总交易量的10%。

外汇交易中只有不到1/3是现货交易，其余都是远期、掉期交易和其他各类金融衍生工具的交易。外汇衍生工具的交易在各类金融产品中应该是流动性最大、交易成本最低，银行会制造出各种各样名目繁多的外汇衍生工具产品来满足投资者和对冲者的不同需要。

由于外汇的交易量很大，24小时连续交易，交易成本又很低，在很多情况下，外汇交易的杠杆有可能很大；也就是说，客户只需付给交易商很小的一笔保证金就可以交易外汇了。很多时候交易商都愿意与客户交易超过保证金十倍甚至几十倍面额的外汇远期交易，客户的杠杆可以很容易达到十倍或者几十倍，甚至更高。交易商之所以这样做，是因为他们认为可以很容易控制客户的最大损失，如果交易的损失快要达到保证金的数量，他们可以很容易强行平仓止损。如果客户是比较大的公司或者机构，一般交易商都不需要任何保证金，所以杠杆在某种程度上可以说是无限大。这也是大家经常会在报纸的头版头条看到某公司因为外汇大赔特赔的原因之一。

汇率的种类

外汇的汇率根据交货时间的不同分为现货汇率和远期汇率。远期汇率一般来说是由我们前面说过的套利原则来决定的，取决于两个货币之间的利息差别，所以通常不是市场对外汇走势的平均预测。如果你知道美元兑

日元的汇率，也知道欧元兑日元的汇率，那么你可以算出欧元兑美元的汇率，计算出来的汇率叫交叉汇率，它应该与市场上交易的欧元兑美元的汇率完全一样，否则就违反了套利原则。根据外汇的形成机制，汇率分成浮动汇率和固定汇率。按照某种货币能否对其他货币自由交易，货币可以分为可兑换货币和不可兑换货币。很多发展中国家的货币是不可兑换的，但是这些货币也可能有远期交易和远期汇率，一般这种汇率也叫非交割远期汇率。也就是说，到了交割时间双方不是一手交钱一手交货（因为货币是不可兑换的），而是通过现金结算交易的盈亏。

外汇汇率是一种货币对另一种货币的比价，在报价的时候以哪一个货币作为基本单位呢？一般外汇市场上有以下原则：欧元排第一，英镑排第二，英联邦国家排第三，接下来才是美元，而后是其他货币。所以人们说起欧元兑美元汇率为1.3的意思是1.3美元换1单位的欧元，说英镑对日元是150的意思是150日元兑1单位的英镑。

外汇为什么重要

总的来说，外汇影响一个国家的进出口贸易，影响国际投资的走向，影响国内利率的变动，影响国内通货膨胀，所以重要。

对一个国家的经济来说，外汇的变动会改变本国制造产品和外国制造产品的相对价格差异，本国汇率上升，将使本国产品在国外相对昂贵，减少本国产品的出口。如果人民币兑美元的汇率走高，那么中国公司生产的产品在美国的价格就会升高，美国消费者会少买中国公司的产品，转而购买更为便宜的越南或者孟加拉国生产的产品。换句话说，中国公司的竞争

力相对下降。这样，中国的经济也会受到负面的影响。但是另一个方面，人民币走高，中国消费者用同样的人民币可以买到更多更好的外国产品，所以中国的进口也会相应增加，物价水平也有可能下降。

对公司来说，在它们的日常运作中可能需要支付或者收取各种货币的资金，汇率的变动会直接影响到结汇之后的本币收入，也就是说会影响到公司的盈利。许多公司现在都是跨国作业，外汇的变动会影响到海外的资产和负债转换成本币的数额，可能使公司的资产负债表充满变数。

外汇对于金融机构更为重要，因为许多金融机构都有很多资产在海外，汇率的变化会给这些资产的价格带来变动。比如一个养老金在海外投资，虽说它的股票或者债券赚了钱，但是因为外汇的波动，把外币的投资回报换算回来的时候反而可能赔了钱。外汇交易的收入对银行非常重要，很多银行是外汇做市商，不仅可能赚到买入价和卖出价的价差的一部分，还可以看到许多客户的订单，掌握比较多的信息，可供牟利。

外汇价格的确定

长期来看，外汇的汇率走势应该服从所谓的一价法则，也就是说，本国和外国同样商品的价格经过汇率换算之后应该是相同的。把这个概念用到一篮子商品上，叫购买力平价，也就是说，外汇的价格应该使两个相同的一篮子商品在两个国家同样价格。《经济学人》杂志创始的所谓“巨无霸指数”使用的就是这样一个概念。它比较各国同一个麦当劳巨无霸汉堡包的当地价格，如果把美元设为基准，那么可以根据人民币巨无霸的价格算出一个“巨无霸”人民币兑美元汇率，然后再用这个巨无霸汇率去和市场

汇率比较来判定人民币对美元的汇率是高估了还是低估了。当然根据这种算法，人民币被远远低估。这种比较有很多缺陷，不能完全说明问题。并且用购买力平价原理也不能完全解释外汇的变动，因为各国的商品价格变动不大，但是外汇价格分分秒秒都在变。总的来说，购买力平价应该为汇率提供一个长期的标准，如果市场汇率偏离这个标准太远的话，那市场汇率迟早会回到这个标准的，只是我们不知道什么时候，也不知道是以何种方式回归。

影响汇率的因素有很多：

·生产力。从长期来说，一个国家的生产力上升，它的汇率也会上升。因为生产力上升就意味着这个国家商品的相对价格下降，所以汇率应该上升来维护等价定理。

·通货膨胀。通货膨胀意味着该国商品的相对价格的上升，那么汇率应该下降。

·国际收支差额。如果是逆差，说明在国外花的钱超过了收入的钱，那么对外币的需求就会上升，导致外币价格上升，本币下降，进而导致进口减少，出口增加，最后逆差被慢慢消除。但是这种观点只注重商品进出口，忽略了资本的流动，现在的国际收支中，资本的流入流出占的份额可能更大。

·外汇储备。如果国际收支差额是逆差，中央银行为了保持固定汇率，于是购买本币，出售外币。这就需要中央银行有一定的外汇储备，因为这种操作只能用外币。如果外汇储备用完了，那么也只能贬值，要不然就要

实行外汇管制。实施了固定汇率但是没有外汇管制的国家，总会有贬值的风险。中国的外汇储备越来越多的原因正好相反：很多年来中国出口大于进口，中央银行为了保证人民币不上升，所以购买外币，抛出人民币，这样中国的外汇储备越来越多，但这不是中央银行的储蓄。

除此之外，汇率的波动还受到很多其他因素的影响：

·国家的货币政策和利率走向。中央银行可以调整货币政策，其中包括变动政策利率，这会对汇率带来短期或者长期的影响。

·两种货币之间的利息差。很多投资人追逐两种货币之间的利差，比如借日元购买澳元，因为两者的年利率的差别在很长时间都超过5%，投资人的买卖行为可能会影响到汇率的变动。

·追随走势。也就是从最近一段时间的外汇走势上来分析下一段时间的外汇走势，很多技术分析的方法都是借用这个套路。如果很多投资人都使用这种方法，那么他们的投资活动就会对汇率的波动产生影响，有可能制造出走势。

·国际投资者买卖各国证券和资产的流量。这是全球化投资的直接后果。

·跨国兼并。如果一家美国的大公司购买另一家日本的大公司，很多外汇分析师会评论日元会升而美元会跌，但是这些说法没有直接的根据。

·中央银行干预的可能性。

·心理因素。

《华尔街日报》　　（2009.1.2/4，年终市场和金融总结，Y3版）

美元苏醒，但是并不健康

美元的攀升得益于避险，而不是基本面

【梗概】美元2008年大涨，但是上涨的理由却都不是什么好事，主要是因为投资者逃出各类风险投资，躲进美国国债的庇护伞下。2008年外汇市场上的波动性对许多人来说都是前所未有的，人们购买美元并不是因为美国经济的强势，而是因为美元是各类金融投资的融资货币。许多人认为美元2009年的运势堪忧。

外汇预测

影响外汇市场的因素众多，参与者数目很大，所以汇率变化多端。美联储前主席格林斯潘曾经在国会听证会上说："虽说美联储有着庞大的资源和信息做支持来预测外汇，但是我们的结论是汇率预测是非常困难的，花很多时间和精力去预测的结果可能并不一定比预测一枚硬币掉下来是正面还是反面更加准确。"

我们首先看远期汇率是如何产生的。举例说明，如果澳元兑日元的汇率目前是100日元兑1澳元，日元和澳元的年利息分别是0%和5%，那么澳元兑日元一年的远期汇率应该大致是95日元兑1澳元。如果不是95，而是96的话，你可以签订一年之后抛出1澳元买入96日元的远期合同，同时借96日元，在现货市场上转换成0.96澳元，然后存一年澳元定期存款。一年后，你取出1.008澳元，用其中的1澳元去交割远期合同，换回96日元还

款，剩下的0.008元则是你的利润。虽说0.008澳元看上去不起眼，但是这笔交易和一年以后澳元兑日元的汇率没有任何关系，因而没有什么风险。所以你如果你能借到96万日元，你的利润就是80澳元，借到96万亿日元，你的利润就是80亿澳元！ 当然，这样美味的馅饼存在的可能性基本是零，所以从反面证明澳元兑日元一年的远期汇率只能是95日元兑1澳元。换句话说：澳元兑日元的远期汇率完全是由套利原则确定的。

补充说一点，因为外汇远期价格是由现货价格和利差来决定的，所以高利率的货币在远期的价格相对于低利率的货币要比现货价格低，所以高利率货币一般远期在“折价”，而低利率货币远期则在“溢价”。

既然市场上交易的外汇远期汇率不是对于将来汇率的预测，那么投资人一般采用什么样的方法来分析预测外汇呢？有很多。主要有两个阵营：一个阵营是按照宏观经济形势来判断的，这叫基本面法；另外一个则是通过分析过去价格走势来判断的，这叫技术分析法。有人说长期预测用基本面法比较好，短期则用技术分析，目前还没有什么确凿证据证明哪一个阵营更为优越，也没有证据证明哪一种方法对哪一个时间段更为有效。最近一些年用数学模型来做预测的方法越来越多，各类模型可以用在宏观经济形势指标上，也可以用在过去的价格走势上，这些方法统称计量模型法或者系统交易法。

技术分析的运用在外汇预测和交易比较普遍，书店里面有大量的书籍介绍各种名目的技术分析方法，什么双星高照，什么菲波那奇，什么双肩一头，叫外行人听了之后一头雾水。有一些研究资料表明，这其中的一些方法有可能比掷硬币预测稍微高明一些，但是赚到的钱却极有可能来自另

一个因素：外汇价格的变动常常是有趋势性的，很多技术分析方法其实都是搭趋势性的顺风车。

自由浮动汇率还是固定汇率

中国香港是固定汇率的一个典型，港币的汇率基本是完全与美元挂钩的。固定汇率最大的不方便之处就是如果你想维持货币的自由流动，那你就必须交出货币政策的主动权。因为你的利率必须完全跟着盯住汇率的那个国家的利率，如果高的话套利者就会借其他货币，存入你的货币，到期后按照固定汇率汇出，赚到免费午餐。但是货币政策是可以拿来针对国内的经济问题的（比如控制通货膨胀，或者促进经济发展），所以交出这个权利也是代价高昂的。1998年的亚洲金融危机就是这个原因。当时印度尼西亚、韩国、泰国等国都把自己的汇率盯住美元，但是本国的利率比较高，所以很多公司都借美元，和中央银行兑换成本国货币，投回本国货币，等到要还钱的时候中央银行发现外币不够用了，于是开始贬值本国货币，借钱的公司发现要用更多的本国货币兑换美元才能还债，最后甚至有的就破产了。

一个固定汇率能否固定得住，其实最主要的还是个信心问题。诚然，一个国家外汇储备的多少能给一个国家的中央银行稳定汇率提供弹药，但是外汇储备再多，也抵御不住国际资金的重兵压境。这时候，最重要的是信誉。完全的固定汇率因为存在这个问题，许多国家都采用折中办法，一般这类非完全固定但是也非浮动的方式统称管理浮动。一篮子货币挂钩的例子是新加坡和土耳其，减少与单一货币挂钩的风险。目前中国人民币的汇率也是和一篮子货币挂钩，但是中国人民银行没有公布篮子里面都有什

么货币或者各种货币的权重。

世界上大部分重要的交易货币都是自由浮动。中央银行一般不会有特定的汇率目标。但是在汇率背离基准值比较大的时候，一家或者几家中央银行也可能联合行动，干预汇率。

外汇交易

外汇交易分柜面交易和交易所交易两块，其中柜面交易占主导地位（90%的交易量以上）。外汇柜面交易没有一个集中的交易所，而是由许多做市商（基本上是银行，尤其是大的银行）之间、它们和客户之间互相在柜面交易的，做市商之间的交易市场叫同业拆借市场，做市商之间的生意大约占整个市场流量的2/3左右，剩下的1/3是做市商和它们的客户之间的生意。做市商之间，或者做市商和它们的客户之间的生意过去都是靠打电话完成的，现在绝大部分通过电子方式完成。外汇交易其实不是一般人想象的那样，一家银行卖出美元，收回欧元，其实交易的都是以各种货币计价的短期存款罢了：把你的美元存款换成我的名字，把我的日元存款换成你的名字，我们就做成了一笔美元兑日元的外汇交易。

做市商之间交易大部分使用几个比较大的经纪系统，这些系统把各个大银行联结起来，把各家的报价和交易量集中显示，它们所起到的作用与交易所类似，不同的是在交易所交易，每个人的交易对手都是交易所，而通过这种经纪系统来交易，交易是双方之间的合同。过去最大、最有影响力的经纪系统是路透社系统，现在有很多新的公司与其竞争，这些新公司一般都是采用比较先进的网络技术运作的。外汇交易的价格可以通过各种

渠道看到：路透社是一个传统的渠道，那些新的网络经纪系统也会提供价格，另外，各种媒体都会及时更新汇率。汇率是传播最广、最及时的价格，这也是为什么在外汇行业交易所的交易模式相对于柜面交易缺乏优势的原因之一，因为人们不需要通过交易所来发现和传送价格。外汇的价格有买入价和卖出价，之间的差别叫买卖价差，它过去曾经是做市商利润的来源之一，但现在买卖价差越来越小，做市商的利润也越来越薄。外汇交易的竞争非常激烈，所以交易成本很低。在外汇市场上，交易价格常常都精确到小数点后四位，也就是说买入卖出的价差只有万分之几，相对来说，股票和大部分债券的交易成本就要高出很多。

外汇交易，很小的交易（比如数额小于一百万美元）买卖价差比较大，因为固定成本比较高。稍微大一些的数额，几百万美元到几亿美元，交易成本最低。再大一些的交易，买卖价差又开始上升。

美元是最主要的外汇交易货币，90%以上的外汇交易都是别的货币兑换美元，欧元占40%，日元占20%多。每笔外汇交易有两个货币，所以计算总额是200%。美元兑欧元是最重要、交易量最大的一对货币，接下来是美元兑日元、欧元兑日元、美元兑瑞士法郎、美元兑英镑、美元兑澳元等。

如果是现货交易，那么一般是两天以后付款（有的货币对是一天），其实就是甲方/乙方的存款从甲方/乙方的存款银行转到乙方/甲方的银行，户主从甲方/乙方换成乙方/甲方。交易所交易的外汇期货或者柜面交易的外汇远期交易则按照合同上的交货日期执行，交货日期一般也是合同到期日之后的两天。最近几年有一些投资人进行超短线的炒卖（“高频投

资”），他们更愿意使用期货，所以外汇期货的交易量又有所回升。外汇市场上交易量最大的是外汇掉期，占外汇交易量的50%以上。许多银行、投资机构和公司都通过使用外汇掉期来管理自己各种币别的现金。

很多新兴市场的外汇交易都受到管制，所以这些货币的交易还分为离岸和非离岸两种，一般非离岸的是该国政府允许的，而离岸的就是金融公海上面的交易，不一定需要批准。

主要交易者

外汇市场巨大，交易人很多，目的各不相同，主要包括以下类别。

·机构投资人，投机者。包括传统的机构投资人和对冲基金，还包括银行的自营资金。它们在外汇市场交易的主要原因是为了赚钱和避险。

·中央银行和财政部。日常需要买卖外汇，还会对外汇进行干预。

·跨国公司，进出口商人。这部分流量在外汇交易中所占的份额已经越来越小了，但是并不意味着它不重要，因为这部分流量是直接和生产、创造财富相关的，从长远看，这部分流量对外汇的走势还是有着非常重要的作用。

·其他金融工具的投资人。现在许多投资人，不管是个人、机构还是跨国公司，都全球投资，它们也需要投资其他货币的债券、股票或者其他资产类型，在这个过程中它们需要买卖外汇，有时候是为了得到所需要的外币，有时候是为了避险。

·个人。包括旅游者。

外汇市场最主要的流量是在第一类交易者之间进行的。

交割风险

各种外汇交易之后都要通过该货币的发行国的银行交割。但是因为全球时差不同，所以不太方便一手交钱，一手交货（其实也是钱）。比如日元兑美元的交易，日元必须要在日本的白天交货，但是美元的交货期是在美国的白天，那时候日本已经快到晚上睡觉时间了。如果一家日本银行在这半天的时间中破产或者出现一些其他问题，没有交割日元，那么可能会引起连锁反应。外汇的交易量非常巨大，每家银行一天的交易量，如果不进行净额结算，可能会比银行的总资本大很多倍，所以这种所谓的交割风险可能会很大，各国监管和银行之间有很多协调工作都是为了减少交割风险。

外汇指数

外汇指数和股票指数或者债券指数的功用相似，也是为了反映外汇市场总的走势。一般比较常用的是贸易加权指数，也就是说，看某种货币对其他一系列货币的走势，然后按照该国与其他各国的双边贸易的相对大小来加权，这样算出的指数反映的是该国货币兑其他各国货币的总体走向。要注意的是，不像股票指数或者债券指数，很少有投资者用外汇指数作为衡量表现的基准。

公司外汇风险的管理

很多公司都在全球作业，即便是所有机构都设在一个国家的公司也有可能进行全球采购或者销售，所以公司存在各种外汇风险，这些都反映在资产负债表的左边。另外，公司的融资结构也全球化，公司可能用别的货币举债或者发行股票，所以资产负债表的右边也可能有许多外汇风险。另外，公司的利润表里面也有很多外汇风险。许多大公司都通过各种金融工具来管理这些风险，在很大程度上，外汇衍生工具的最初诞生就是为了满足公司的这类需要，当然现在大部分衍生工具交易已经不是这个目的了。公司的风险管理现在也变成了一门科学，许多大学都开设了这样的课程。外汇衍生工具的杠杆很大，如果运用不当，不仅不能管理风险，还有可能给公司带来灭顶之灾。

过去许多这类衍生工具都是不用放在公司的资产负债表上的，但是这种不透明性有可能造成公司的错误不能很快被发现，所以各国在最近10年都推行新的会计原则，力争将比较多的这类工具放在资产负债表上供股东、分析人员和潜在投资人监督。

投资机构外汇风险的管理

各种机构都在全球投资，外汇成为一个附加的风险因素，过去很多人认为外汇上蹿下跳个不停，但是长期还是会回到起点，所以外汇风险可以置之不理。也有人认为外汇的变化完全是噪音，给投资组合增加了风险，但是没有什么回报，所以还不如通过对冲完全消除外汇风险，或者减少风险，这也等于是一个“免费午餐”。这个争论到现在也还没有定论，西方国

家的很多投资机构都采取措施进行外汇风险管理，最常用的管理方法叫外汇重置，这种方法的最根本的理念是将外汇的决策和其他投资的决策分开，也就是说，你喜欢美国股票，但是你不一定要去喜欢美元，你持有多少美元，可以通过外汇重置来改变。有的机构认为积极买卖外汇可以带来超额回报，它们可以使用积极的外汇重置管理；有的公司只想对冲风险，它们可以采取消极的外汇重置管理。

中央银行外汇干预和外汇储备

中央银行经常会进行外汇交易，目的之一是影响或者控制汇率的变动。中央银行有一定的外汇资产，这叫外汇储备。为了防止本国货币过快上升，中央银行一般会购买外币，出售本国货币，这就造成中央银行所持的外汇储备的上升；中央银行购买外汇的同时还有一个副作用，就是增加本国货币的供应量，因为中央银行出售了本国货币。中央银行可以采取公开市场操作，出售相同数量的本币债券，抵消增加的货币供应量，这叫“清洁干预”。

中央银行的储备再多，和每日的交易量相比都有限，所以外汇干预能否成功不仅仅是数量的问题，同时也是信誉问题。

1985年，美元过高，影响美国出口。当年2月27日，西方各大国中央银行联合对外汇进行干预，美元应声而落。7月，七国集团首脑在纽约的广场酒店开会，会后发布公告，说美元仍然过高，周一美元开始大跌。不久之后，各国中央银行再次同时出售美元，美元再次下跌。从年初1美元兑3.5德国马克跌到1美元兑2.5德国马克。这就是所谓的广场协议，一般

认为这是布雷顿森林体系之后的又一次关于外汇的国际合约。但是后来的几次联合干预则不像这次有效。现在西方发达国家的中央银行已经很少大规模干预外汇了。

贸易融资

这是一个有意思的话题，与贸易融资和金融中两个很重要的东西相关：一是投资银行，另一个是外汇交易。其实投资银行的起源可以说就是贸易融资（见第9章），但是由于贸易融资行业的利润越来越薄，过去二三十年，大部分投资银行都已经把这个生意给卖掉或者关闭了，现在做这个生意的主要是商业银行。另外，由于贸易经常是在不同的货币中开展的，所以外汇交易是这个行业很重要的一部分。贸易融资的主要服务包括帮助进出口商安排收付款、帮助融资、出具信用证、交易外汇、提供贷款和保证等。

汇市如何赚钱

对于一个投资人来说，外汇市场交易最方便，交易成本最低，但是要想赚钱却很不容易。有大量的学术研究表明外汇的走势完全是不可预测的，不管是用什么方法，不管是短期中期或者长期，所以想要在这个市场轻松渔利是困难的。

但是，也不是说外汇完全无利可图。有人认为，外汇市场上有很多参与者不是为了实现利润最大化，所以这使专业的外汇投资人有可乘之机。不以牟利为主要目的参与者包括中央银行、跨国公司、游客等，不过这一

点也没有被学术界证明。外汇价格变动有两个不完全符合随机运动的特点或者异常，一是价格趋势：最近价格上扬，那么下一个阶段上扬的概率要比下跌的概率大一些；另一个是利差：高利率的货币虽然按照理论应该贬值，但是在实际中它们升值的概率要大一些。在过去20年中，外汇市场上人们赚的钱绝大部分都可以归到这两个特点上。我们前面说过，大部分技术分析方法借用的正是趋势的特点。可惜，从2004年开始，这两个方向赚钱的机会都有减少甚至完全消失的迹象。

近几年比较兴旺的外汇高频交易利用外汇价格在瞬间的变化来进行快速的交易，一般通过电子程序自动进行，有一些资料显示这类交易有可能赚到超额回报。还有一些文献显示，从长远来看，外汇的购买力平价原则是成立的，但是在大部分时间外汇的实际汇率和购买力平价汇率相差不大，所以预测都是徒劳的；但是隔一段时间就有这样一次机会，实际汇率和购买力平价相差很远，比如超过20%或者30%，这时候如果投资人冲进去，就能赚钱。这种方法的弊端是冲进之后实际汇率也不一定会马上回归，可能需要三年五载，还可能向着偏离的方向继续走一段才回归，很多投资人都没有这样的耐心，有的投资者真有这样的耐心，但是他们的头寸也可能在汇率加大偏离的时候被交易商给强行平掉了。

7　其他市场

引言

前面3章我们介绍了三个最重要的金融市场：债市、股市和汇市，以及各个市场上交易的工具。本章我们大致介绍一些其他的市场，其中主要是各种商品市场，包括金属，农产品和能源，我们在此介绍一半是股票一半是债券的可转换债券。

实物商品市场的历史远远要比金融市场悠久，期货商品市场其实是实物市场的延伸，同样也是很有年头。最初的商品期货是为了方便买家和卖家控制风险，他们可以事先约定价格，使用商品期货进行对冲。1865年芝加哥商品交易所开始交易谷物的期货，从此各类期货一发不可收拾。金融期货（债券、利率、外汇、股票指数等）的历史要短很多，但是它后来居上，成交量远远大于商品期货。很多商品的衍生工具也在柜面交易，柜面交易的交易量大约占总交易量的3/4左右。

商品里面的贵重金属，尤其是黄金和白银，历史上起着货币的作用，所以一直是作为金融工具而交易的，黄金和白银的现货和期货流动量充沛，交易的方式、交易的工具都和外汇类似，在许多银行，黄金和白银的交易部门都是与外汇交易部门在一起，市场的参与者也和外汇类似，唯一不同的是，黄金、白银的交易参与者中包括很多生产商。

其他各类商品成为金融投资的一个资产类别应该是最近十年的事情，商品价格快速上涨，各类商品投资工具相应产生，各类商品指数日益受到

关注，机构投资者（包括许多养老金公司）和个人投资者都把商品当做一类特别的资产类别，许多银行都专门增设了商品交易部门以满足投资者的需要。这些因素互相推动，使商品的投资和交易都更为普遍。根据国际清算银行的统计，各种商品衍生工具的柜面交易量从1998年的不到4000亿美元增长到2007年的9万亿美元（0.7倍美国，2.6倍中国），而交易所的交易量从1998年的1亿手合同到2007年的4.5亿手。在商品市场上活跃的参与者有两类目的：对冲或者投机。过去参与者主要是为了对冲，现在大部分是为了投机。过去两三年里石油价格和其他商品价格曾经飞涨，很多人都认为其中相当大的成分来自于投机交易的增加，但是目前还没有确切的证据来支持这种说法。一些比较大的机构投资，尤其是养老金基金，将商品投资看做对冲通货膨胀风险的一类工具。

《华尔街日报》　　（2008.11.17，M2版）

养老金基金继续作为商品市场上的投资人

【梗概】商品价格大幅回落使投资人更加积极管理，但是没有人着急退出。

金属

金属市场分贵重金属市场（金、银、铂金）和工业用金属市场（铜、铝、锌、镍和铅），交易的历史悠久。过去金属市场上交易的主要参与者是采矿公司和使用量比较大的下游公司，此外，还有一些由国家控制买卖或者进出口的金属公司，现在有很多机构投资人和银行参与金属市场交易。许多采矿公司和工业金属使用公司都会有大量库存，所以金属交易的

交易量变化可能很大也很快，有时候交易量很大，有时候又很小，相应金属交易的价格变化也非常快，投资的风险比较大。全球金属交易集中在伦敦金属交易所、东京商品交易所和纽约商品交易所，交易包括现货和期货（和其他各种衍生工具），但主要是期货，最后交割的期货交易所占份额相对不大。

黄金交易的流动性很高，这和黄金作为传统保值工具的地位密切相关。虽说在黄金市场上也有黄金开采公司的介入来对冲自己的风险，但是更多的是投资、投机交易，中央银行在黄金市场上也很活跃，所以黄金市场的交易量很大。许多黄金开采公司的股票也被炒家用来当做黄金的替代交易工具，它们的股价被认为和金价上下同步。黄金的交易量从2000年的5万亿美元（0.4倍美国，1.5倍中国），上升到2008年的20万亿美元（1.4倍美国，5.8倍中国）；白银则从5000亿美元上升到2.6万亿美元（0.2倍美国，0.8倍中国）。

有越来越多投资各种金属的方法，最直接、最传统的是购买金条，然后寄存在银行的保险柜里，这种方法（或者购买黄金首饰的做法）现在也还得到使用，但是这对许多其他金属来说太不方便，所以通过现货来投资的比例很低。投资者可以通过金融中介开户，购买金属的期货或者期权，但是这种方法要求的最低投资额度比较大，而且期货不断到期，需要展期或者平仓，所以它一般为机构投资人所使用。投资者可以购买采矿公司的股票，间接投资。或者，投资者可以购买专门在金属或者商品市场投资的基金。这类基金现在花样越来越多，有的直接买卖金属期货，有的是购买金属采矿公司的股票，所以在购买之前投资人应该花时间了解基金的投资策略。越来越多的交易所买卖基金（见第9章）直接与金属价格或者金属

指数挂钩，是成本比较低的直接投资工具。许多银行推销与各种金属价格挂钩的存款或者凭证，这些结构性产品的背后一般都是金属期货、期权。

某基金管理公司

金属基金（产品推介传单）

【梗概】新兴市场对黄金和各类金属的消耗正在大幅增长，但是供应短缺，旧矿逐渐衰竭，所以是长线投资的机会，也是分散投资和抗衡通货膨胀的好工具。投资组合里面，贵重金属和基本金属各占50%左右；投资组合里面60%以上使用期货，20%使用股票，其他工具包括交易所买卖基金、调期合约、结构性票据等。

农产品市场

多种农产品或者其加工产品都有期货市场，比如谷物、食用油类、活的或者宰杀后的牲畜、糖、橙汁、咖啡、木料、橡胶和棉花等。美国芝加哥商品交易所的交易量最大，但是很多其他国家和地区的农产品交易所也没有被吞掉，因为农产品种类繁多，品质有异，所以很难有全球统一的合同标准，况且农产品的集散加工地点分散在全球各地，而各种当地合同对很多供应商和采购商来说更加方便。

从2006年开始，全球各种农产品的价格大幅上涨，许多投资者开始把农产品当做一个单独的资产类别，或者把它当做商品投资类别中的一项。许多发展中国家（主要是中国）对各类农产品的需求上涨，发展另类能源的需求又是釜底抽薪，所以很多人认为将来的20年农产品和其他商品的价

格都会不断上涨。银行和资产管理公司纷纷设计出各种农产品的投资工具，包括各种凭证、结构性存款、基金等。金融数据公司也推出各种农产品指数，比如标准普尔的农产品指数就包括玉米、大豆、棉花、糖、咖啡、可可、牛、猪、小麦、肉类等有期货交易的农产品。

能源

20世纪70年代的石油危机推动了能源产品的交易，主要是原油和各种原油产品的期货交易，每天各类能源产品的交易量要远远超过每天全球的实际用量。和其他期货类似，绝大部分的期货都不会到交割的那一步，成十亿桶的原油期货在纽约交易所交易，但是真正交割原油的只有几万桶。天然气的交易也很活跃，但是天然气受运输管道的限制比较大，所以它的交易不像石油产品的交易那样具有全球性。20世纪八九十年代西方各国的电力事业纷纷私有化，竞争加剧，电力的交易也随之活跃。电力产品的交易也受到运输和储存的限制，所以交易的区域性比较强。能源交易的主要参与者是专门的能源交易公司，石油公司、公用事业公司和各类金融机构，包括对冲基金、投资银行和专业的能源基金。纽约商品期货交易所、美国亚特兰大新的洲际交易所和东京商品交易所的能源类合同的交易量都很大。

投资能源的产品和方法也和商品一样越来越多，包括适用于机构直接投资的期货、期权以及适用于个人投资者的各种基金、凭证和结构性存款等，当然也包括直接购买石油公司的股票。但是石油公司的股票价格走向和原油价格的走向并非简单的一一对应关系，不同的石油公司有不同的上、中和下游的生意，在这个过程中，它们的盈利有的和石油价格成正

比，有的成反比，所以总和起来的关系是复杂的。投资能源的分析方法与我们提到的股票或者债券的分析方法很相似：有基本面法，从供需和库存来看，外加分析石油输出国组织的行动和地缘政治因素；也有技术分析方法，看各种走势和图像拐点等。这方面的专门书籍现在也越来越多。

其他

金融行业的一大特点就是与时俱进，因为不同时代关注的重点在变化，同时因为已经有的金融工具在不断的竞争中交易越来越容易，对用户来说交易成本越来越低，对金融中介来说赚钱的机会越来越小，所以金融行业总是在不断地寻找新的交易工具来满足用户的特别需要，也为自己创造盈利的空间。

随着全球变暖和全球环保运动的普及，环保产品的交易方兴未艾，目前交易的产品有二氧化碳和二氧化硫的排放权，很多国家和地区都在研究和试验如何通过市场的方式来解决人类所面临的潜在危机。

与此相关的有天气交易，有关于全球或者特定地区的气温或者降水的期货，一方面方便卖冰激凌的公司和卖羽绒服的公司管理风险，另一方面（更重要的一方面）方便各种和农产品价格相关的机构对冲和投资。

对于自然灾害交易，有关于风灾、水灾、火灾和地震灾害的期货，方便保险公司和抢险公司的管理风险，也给投资人新的多元化投资的渠道。

此外，还有历史悠久的船运费用的交易，主要在伦敦进行。很多船运公司的股价都和船运费用的涨落密切相关。

可转换债券

可转换债券是介于股票和债券之间的一种金融工具，把它安排在本章不是没有问题：本章的其他市场和工具除了贵重金属之外，作为金融投资领域的主要角色都是最近一二十年的事情，但是可转换债券的发行、投资、交易却有着悠久的历史和庞大的专业队伍。应该把它放在股票还是债券里面来说呢？看这名字，应该是债券，因为听上去是债券，一些金融数据公司把它们归在债券部分。但是如果股价上涨，可转换债券更像股票，因为股价总的来说是上涨的趋势，所以很多投资人和金融机构都把可转换债券归在股票一类。在投资银行，可转换债券的发行和交易一般都是在股票部门进行的。我们把它安排在本章，不偏不倚，强调它的特殊身份。

可转换债券在发行的时候像普通债券，投资者购买债券，发行的公司融到资金，并且答应每年支付息票，到时候偿还本金。但是其中有一个条件，就是在将来的某个时刻或者某段时间，投资者可以按照发行的时候说好的价格将债券转换成公司的若干只股票。那么，投资者一般会在公司股价上涨的情况下行使这种权利，因而可转换债券在股票上涨的时候（长期来看股票价格是上升趋势）像普通股票。但是在股价下跌的情况下，投资人将不行使这种权利，宁愿收取息票和将来的本金。正因为其中包含的这种权利（其实是一种股票期权），可转换债券的息票要比相同情况下的债券息票低，有时候会是零息票，这为公司节省了融资成本。但是这也不是免费午餐，因为如果将来股价升高，投资人选择转换，公司需要发行新的股票，这将使所有股东的利益被摊薄。

对于投资人来说，可转换债券的风险比同类债券的风险稍大一些，回

报也相应高一些。美国、日本和欧洲大陆都有相当成熟的可转换债券市场，市场总额超过5000亿美元，大致相当于世界股票总额的2%左右。发行和投资可转换债券都是常规的金融操作，可转换债券的花样很多，有很多专门的书籍介绍，我们这里就不再多说了。

房地产

房地产作为投资工具历史悠久，但是在最近20年里它有了新的变化，最重要的变化是许多新的金融工具的出现，使房地产投资“证券化”了。也就是说，你可以像买卖一家公司的股票一样买卖房地产。这些金融工具有的不是新的，比如房地产开发商的股票，它们的走势和房地产价格的变动相关，但是这种相关是有限的，而且房地产开发商的股票价格受到各个房地产公司的不同策略和经营的影响，所以它们不能算是纯的房地产投资。

另外有一些工具则是新的，比如在最近20年中快速发展的不动产投资信托。根据美联储的统计，美国的这类产品在1980年只有30亿美元，2007年则超过3000亿美元。这种信托与基金很相似，就是把一批房地产的所有权转到一个信托公司的名下，然后发行信托公司的股票，投资者买卖这种股票，就等于在买卖房地产的一部分。与直接投资房地产相比，这种不动产投资信托的好处是不用管理维修、水电、房租等杂事，而且可以很方便地买卖。同时，与地产开发商的股票相比，不动产投资信托基本上是一种比较纯粹的房地产投资。在很多国家，这种投资工具对一些机构投资者来说还有税务上的好处。

另外，目前也有投资房地产的共同基金和交易所买卖基金供投资者选

择。

其他市场如何赚钱

本章介绍的其他市场很多都历史悠久，但是除了可转换债券之外，它们都是在最近几年才受到投资者的重视，从金融投资的边缘地带走到了（半）中心地带。各种市场上的交易量都大幅度增加，世界各国许多机构投资者在资产配置中增加或者提高了对这类资产的投资比例，其中的主要原因是投资人追求多元化和增加回报，后一个理由是在2001年科技股泡沫破碎后，美国的利率大幅降低，所以流动性过剩，热钱很多，各种商品的价格在热钱的追捧下快速攀升。一些冲进去早的投资者账面上赚了钱，但是后来商品价格回落又使他们把大部分账面盈利都吐出来，冲进去晚的投资者现在还追悔莫及。这类产品从投资多元化的角度来说是完全合理的，尤其是当它们的市场比较成熟，投资产品的交易成本比较低时。但是，这类投资的风险相对较高，价格有时候可能会大幅变动，交易量的变化幅度也很大，尤其是在投资者需要买卖的时候可能交易量大减，所以对于个人投资者来说应该审慎，通过一些管理费用较低的商品基金来投资对许多个人投资者来说可能是更为明智的选择。短期炒作、杠杆交易或者追高的投资方式在这一类市场上都有可能令投资人事后后悔。在这类市场上最赚钱的应该是经纪公司，因为交易成本比较高，价格的透明度比较差，所以很多投资银行在2006~2007年都加强了这方面的投资，但是由于这类交易的高风险，金融危机中投资银行又纷纷关闭了商品交易部门。不用说，等到市场回升之后，银行又会一头扎进去。

《华尔街日报》　　（2009.1.2/4, 年度总结，Y12版）

商品市场显示其莫测的一面

石油、黄金攀升到历史最高，然后摔回地面

【梗概】2008年下半年的价格下跌如此凶残，使商品价格自2002年以来的增长全部被吐回。许多商品市场的投资新手纷纷撤退，一些对冲基金损失惨重。2009年的商品市场可能更为严峻。参与人数减少，借贷交易将会很困难，所以市场的流动性将会更差。也许需要购买商品的用户可能会增加他们的交易量，但是这不足以弥补因为金融投资者离场而带来的损失。许多交易商都要求交易对手增加抵押，这也将是交易量下降的另一个原因。

中介篇

本篇介绍金融投资行业的各种中介，共分5章，其中最主要的一章是银行。银行是金融行业的支撑，是最重要的金融机构，我们在第8章通过对银行功能的介绍来回答“为什么银行非常重要”这个问题。第8章里面其实包含了三个都叫做银行但是非常不同的中介：商业银行、投资银行和中央银行，我们把它们放在一个章节主要为了使读者对它们之间的互动关系有一个更清楚的了解。最近的金融危机中三类银行出现在头版头条的几率都很大，所以分清它们的相异之处但是又掌握它们的相通之处是重要的。在本次金融危机中，全球最著名的五家最大的投资银行有的破产，有的被收购，有的变成银行集团的一部分，有人断言投资银行作为一个独立的行业已经终结。也许是这样，但是，投资银行的生意将会依然存在，仍然将会是现代金融的一类重要中介（银行集团的一个部门）。第9章至第11章我们分别介绍基金、保险和监管。第12章我们介绍其他一些金融中介。

把监管放在中介里面可能会令有些人觉得不妥，就像把运动员和裁判员一起介绍一样。但是我们认为监管的任务是保证中介和市场的正常运作，它也可以算是金融市场的一类中介。再说，不放在这里，放在“拾遗篇”中似乎又有些低估监管的作用。

【本篇要回答的问题】

·银行是最重要的金融机构，为什么？

·银行有哪几种？投资银行是银行吗？分业经营和混业经营是什么意

思？

·银行最主要的功能为什么是制造信贷？

·投资专业化管理的理论基础是什么？

·基金经理能跑赢大市吗？

·对冲基金和共同基金有什么异同？哪个更好？

·保险行业和金融行业的关系是什么？

·监管机构主要防止什么？

·金融创新是不是就是和监管机构玩捉迷藏？

·国际清算银行如何影响世界金融体系？

8　银行

引言

说起银行，我们可能会指三种银行：商业银行、中央银行和投资银行，中央银行简称央行，投资银行简称投行。简单地说：商业银行收取个人存款，贷款放出去给公司或者个人；中央银行监管商业银行，负责国家的货币政策；投资银行为大公司承销各种股票和债券，提供财务咨询。如果光是说银行，什么定语都不加的话，那么一般是指商业银行，本章我们把它们放在一起来说。

银行在现代社会中起到非常关键的作用，最重要的一点是它为社会提供信贷，也就是为经济的正常运作提供润滑剂。如果银行收缩信贷，它的影响会波及社会的每一个角落，许多学者认为20世纪20年代末30年代初的大萧条之所以后果那样严重，一个很重要的原因就是银行的信贷紧缩引起的连锁反应。2008年后半年世界各国政府努力做的许多事情都是为了能使银行不要过分收缩信贷。本章我们着重介绍银行制造信贷的过程和其中涉及的监管问题。我们也简要介绍投资银行的作用以及投资银行和商业银行的关系。经过了这场金融危机，几家赫赫有名的专业投资银行都变成银行集团的一部分，独立的投资银行可以说从此消失。但是投资银行的业务不会也不可能消失，它们只是存在于一个大的银行集团之中。而后我们介绍商业银行和投资银行赚钱和赔钱的途径，最后我们谈一个不常见的话题：中央银行如何赚钱。

简史

最早的银行应该是出现在14~16世纪意大利的伦巴德和佛罗伦萨省，那里的经济比较发达。银行的英文名字，bank，也是来源于意大利语的banco，意思是长凳。银行破产的时候就象征性地把长凳砸碎，所以破产的英文和意大利文分别是bankruptcy和bancotupto，把长凳砸碎的意思。

银行的起源各国不一，真正现代意义上的商业银行是1782年在美国费城注册的，在此后的80年中，美国的商业银行都是在各州注册，由各州的银行委员会监督，银行各自发行自己的钞票，凭一家银行的钞票只可以到这家银行兑换黄金。但是各州的监管口径不一，许多银行倒闭，储户手里的钞票变成废纸。1863年，美国国会通过了国家银行法，全国性银行在国家注册，由财政部下属的一个机构监管。1913年，美联储诞生，各全国性银行必须成为美联储的成员，而州立银行则不用强行参加。1930~1933年，大批银行倒闭。1933年，美国设立联邦存款保险公司，为银行存款提供保险。同年，《格拉斯 - 斯蒂格尔法》通过，禁止商业银行从事承销或者交易除了政府债券以外的其他有价证券，同时它也禁止投资银行从事商业银行的业务，这也就是大家通常所说的分业经营和混业经营。美国模式的分业经营在世界银行业中是比较少见的。

现代意义上的投资银行是1762年在英国出现的。第一家投资银行叫巴林兄弟，200多年后被一个叫尼克·利森的年轻人给毁了。当年投资银行的主要业务是贸易融资和为政府代售债券。19世纪美国的拓荒者在欧洲发行证券，为美国的各种投资事业筹款，这当时是投资银行的一个大的生意来源。大萧条之后美国在1933年制定的《格拉斯 - 斯蒂格尔法》禁止银行进

行混业经营，因为在大萧条中，上万家银行由于从事风险较高的证券业务而倒闭。

世界银行业主要有三大模式，第一种是德国、荷兰和瑞士的全能银行，银行可以提供商业银行业务、投资银行业务和保险业务，银行还经常持有其他公司的相当份额的股票（所谓交叉持有）。第二种是英国和一些英联邦国家，比如加拿大、澳大利亚，银行提供商业银行和投资银行业务，但是一般是通过同一个银行控股公司属下的不同法律实体提供，银行不太会持有其他公司的股票。最后一种是美国和日本的分业经营的模式，不同点是日本银行可以持有其他公司的股票，这在美国是不被允许的。但是最近几年分业的要求在美国和日本都被逐渐废除，所以美国、日本的模式在向英国靠拢。

银行种类

很多机构都叫银行，虽说一般人们说起银行的时候其实都是指收取储户存款然后借款给公司或者个人按揭的商业银行。各种名为银行的机构包括：

·中央银行。一般每个国家都有一个，管理该国的银行体系，直接制定或者参与制定货币政策，执行货币政策。

·商业银行。这是最传统的银行。收取储户存款，发放贷款，吃利差。这其中还有零售银行和批发银行的划分，主要是针对客户群的不同。大致来说，收纳储蓄，是零售；发放贷款，是批发；但是这种分类也不完全准确：比如个人向银行借的房屋按揭贷款，虽说是贷款，但却是零售银行业

务；如果一个大机构的现金结余存到银行，虽说是储蓄，但却是批发银行业务。零售银行里面又分出一个特别的分支，叫私人银行，下面另说。

·投资银行。其实不能叫银行，因为它没有收纳储蓄的功能，受到的监管一般也和商业银行不同。它们的业务是为公司出谋划策，如何达到最好的财务结构，提供并购咨询，帮助公司发行各种证券并且承销证券，然后提供二级市场的交易。有时候让人困扰的是，英国人有时候把投资银行叫merchant bank，翻译成中文也叫商业银行（也有译作商人银行的），好在用这种说法的人越来越少。还有人用批发银行的说法，好像基本上是指投资银行，但是也包括商业银行为公司提供的服务。类似的叫法还有公司银行业务。

·储蓄银行。在美国也叫存贷协会，或者叫Thrifts。它们的特点是这些银行都是由会员所拥有的，就像一个存款俱乐部一样，在世界各国都有类似的银行。但是最近20年中，许多这样的银行要么倒闭，要么被收购，要么上市，变得和其他商业银行没有什么太大的区别。

·按揭银行。这是英国特有的，像个存钱买房俱乐部，现在也基本上被别的银行收购了。美国有类似的专门提供按揭的银行，一般不设零售网点。

私人银行，过去指的是由个人直接拥有（没有股份）的银行，这种银行为有钱的个人提供各种投资、理财、借贷等服务，以瑞士为基地的一些银行尤其有名。现在大多数私人直接拥有的银行都已经成为股份制银行，所以私人银行的叫法不再确切。但是，为有钱的个人提供各种银行服务的业务却在全球快速发展，这种业务叫私人银行业务，一般是由银行集团的

一个独立的部门提供的。许多这类部门现在都叫财富管理部门。私人银行的客户群是所谓高资产值客户，这些客户除了自己住的房子之外还拥有一定数量的金融资产，各种定义不同，有的要求500万美元，有的是100万美元，有的还低一些。

路透社　　（2009.1.13）

花旗银行将关闭其中国私人银行

【梗概】花旗银行将关闭其运营三年的私人银行业务，其高资产值客户将被自动转移到花旗的零售银行部门，零售部门通常为资产值相对低一些的客户提供服务。

可以看出，这些银行类别的区分主要是客户不同、需求不同，所以提供的服务也不同。目前一种比较常见的划分银行的方法，就是直接按照业务来划分：

·消费者银行业务；

·私人银行业务；

·公司和投资银行业务。

我们大家常常提到的许多大的银行其实都是银行集团，集团里面包括上面提到的三个业务范围，一般还会再加上基金管理业务。

当然，这些划分都只是相对的：大亨李嘉诚如果要用银行，任何一个投资银行都会对他敞开大门；商业银行现在已提供很多投资银行的业务；

私人银行业务竞争也日益激烈，过去客人至少要有500万美元的流动资产才行，现在100万美元甚至更少也能让你开个户；有一些私人银行还做中小企业的生意；等等。银行业的特点就是以快速、创新、最有效的方式为客户服务，这样银行才能赚钱，用什么名头并不重要。

其他银行类别，比如世界银行和托管银行等，我们后面分头再说。

银行的资产包括对社会的借贷

我们重新来看看前面已经提过的银行的资产负债表（见表8-1）：

表8-1　银行的资产负债表

[image]

我们来具体看看投资负债表两边都有哪些项目。先看银行的负债：

·活期存款，或者叫可开支票储户存款，它们大致相同。过去这是银行最重要的资金来源。1960年，美国商业银行60%的资金来源于此，但是随着货币基金的兴起，它所占的份额越来越小，1998年，它只是13%的资金来源。活期存款对于银行来说成本最低，也就是说它的利息最低。存款人为了方便和灵活性，不在乎比较低的利率。但是银行管理活期账户的成本相对较高：如存取、支票处理，等等，都是“力气活”。

·定期存款，或者叫非交易性存款，这是现在商业银行最重要的资金来源。其中包括储户的定期存款，但是更重要的是大额的定期存单，这类存单可以在市场买卖，我们在货币市场里面介绍过了。

·借款。可以到中央银行借，向其他银行借，或者向公司借。从中央银行借的叫贴现借款，银行借的之间一般是隔夜借款，银行借到的钱存到中央银行的准备金账户。这个资金来源对于商业银行也越来越重要，以美国的商业银行来说，1960年它所占的比例是2%，1998年达到29%。

·发行债券。前面已经谈过了。

·银行自有资金，也就是银行的资本。它的存在使银行能经受住市场的起伏。如果银行自有资金不够了，它就要发股募集资金来补充。值得一提的是，如果发股，现有股东的权益就会降低（被“摊薄”），每股收益降低。所以虽说发股似乎是白拿钱，但是成本其实挺高的，银行能避免发股就会避免发股。但是监管部门会制定最低的资本限额，如果低于那个限额的话，银行就有可能会被迫发股。自有资金也包括发行优先股得来的资金，虽说优先股从回报的角度来说更像债券，但是它是算做股票的，这在银行计算资本充足率的时候可能会有益处。

再看银行的资产：

·放款。公司或者个人欠银行的债务其实是银行的资产，这有时候人们会混淆。放债是商业银行最主要的赚钱途径，近年来，商业银行一半以上的收入都来自放债。一般放债都是有期限的，而且期限都比较长，所以银行要承担在短期内收不到钱的不便。更重要的是，银行还有可能完全收不回来钱，也就是说银行要承担信用风险，所以银行要在放债上面赚取高回报。放债里面相当部分借给公司和房地产商，另一部分借给消费者，剩下的是银行之间的互借，其中重要的原因就是为了达到准备金的要求。不同银行的各种债务的比例也不同，因为它们的侧重点不同。

·现金，也叫准备金。包括存在中央银行准备金账户里面的准备金存款和银行保险柜里面的现金。准备金存款相对于银行所收的活期存款总额有一个最低的比例，这是由中央银行制定的，叫法定准备金比率，另外一部分叫盈余准备金。一般准备金账户里面的现金，中央银行是不付利息的。

·有价证券。这是银行收入的一个重要来源。银行购买的基本上是债券，因为商业银行不被允许购买股票。有价证券为商业银行提供大约15%的收入。其中相当部分是政府债券，它的流动性很高，可以很快出手，所以也叫次级准备金。

·其他。包括不动产的投资，在其他银行的存款，包括应收款项等等。

总而言之，银行借钱给公司和个人，为社会提供信贷，承担信用风险，并且承担流动性的困难（放出去的债一般是长期的）。那么银行是如何取得资金的呢？银行股东的自由资金只占很少的一部分，其他两个主要部分一是个人的存款，另一个是货币市场上的大额定期存单，前者是比较传统的资金来源，也叫零售资金来源，后者是最近30年里面发展很快的资金来源，也叫批发资金来源。在次贷危机中出问题的很多银行或者金融机构都过度依赖批发资金来源。

商业银行的资产负债表

表8-2是从美联储的数据上做出的美国商业银行在1998年的“平均”资产负债表，所有的数字都用总额的百分比来表示。

表8-2　美国商业银行的“平均”资产负债表

[image]

银行用8%的股东资金，支配100%的庞大资产负债表，杠杆很高，所以风险很大。投资银行的杠杆可能更高。

格林斯潘，《经济学人》　　（2008.12.20，122页）

银行需要更多资本

【梗概】多年以来，银行的存款人认为银行只需要适当的股东资金就足以应对风险，这使银行不断降低股东资金相对于银行总资产的比率。2006年中旬，银行的资本充足率为10%，有人说99%的银行都超出了资本充足率的最高标准。在目前的危机形势下，银行在不断提高整体的资本充足率，目前已经达到了过去75年来的最高点——14%左右。可以想象的是，新的监管体系可能会把这个级别的资本充足率变成一个基本要求。

如果我们来看美国商业银行资产负债表在过去30年间各个项目之间比例的变化，在资产一边，最明显的趋势有三个：

·现金资产比例降低，这是银行流动性管理更加有效的表现。

·所持的州和其他地方政府债券减少，其他资产相应增加，这也是在追逐更高回报过程中的资产比例的调整。

·按揭贷款比例的增加，说明越来越多的消费者能通过按揭来购买房屋。

在负债一边，也有一个明显趋势：

·可开支票储户存款的比例大幅下降，这是一个巨大的变化，主要是因为货币基金的兴起，取而代之的是从各种批发市场上得到的资金。

银行如何制造信贷

银行收取很多存款，在任何时候，只有很小一部分存款被储户取出。银行正是利用这一点来制造信贷。

银行的基本作业模式是这样的：

·银行提供各种存款服务，满足存款人的需要，尤其是小额存款人的需要。

·银行把收到的各种存款打包，借给需要钱的公司，一般借出去的钱是大笔的，而且是长期的。

·银行承担贷款的风险，也就是收不回来利息甚至收不回来本金的风险。

·银行比个人更有能力判断上面的风险，而且银行会采取各种措施降低这种风险。

·银行利用多元化的贷款组合，进一步降低风险。

比如，王老五去财源滚滚银行，要求贷款1万元，银行同意了。给王老五开户，然后给王老五一张现金卡。王老五信步走到街上，买了垂涎已久的一张沙发，刷卡给沙发零售商1万元。沙发零售商在财源滚滚银行的账户上多出1万元，市场上没有任何现金流动却多出了1万元的消费。这是

从哪里来的呢？不是从王老五那里来的，因为他没有钱。这1万元是财源滚滚银行制造出来的信贷，贷给王老五了。可以看出，之所以财源滚滚银行能制造出信贷，那是因为人们相信财源滚滚银行。如果不相信银行，有钱就从银行里取出，那么银行就不可能制造信贷了。对银行的信任是银行存在的根本。世界上各个国家的银行大厦都是高耸云端的豪华大楼，目的就是给人以信任感。

银行可以通过放贷或者购买债券来增加货币供应。

刚刚借给王老五1万元，财源滚滚银行的资产负债表上多出了1万元的资产（也就是王老五的借款），同时，财源滚滚银行的资产负债表上也多出了1万元的债务（也就是沙发零售商的存款）。从整个社会的角度来看，货币供应增加了1万元。

或者，财源滚滚银行购买外行车行发行的债券，卖债券的外行车行多了1万元，财源滚滚银行多出了1万元资产，也同时多出1万元的负债（外行车行的存款）。从整个社会的角度来看，货币供应增加了1万元。

货币供应量增加了，各种经济活动的水平就有可能提高，物价也有可能上涨。

当然，银行的“造钱运动”会受到中央银行的限制，控制最直接的工具是通过对资本准备金的控制，间接的工具是对利率水平的控制：如果利率升高，王老五或者外行车行都不想借钱了，银行想造钱也造不了。

中央银行

中央银行是一个政府机构，管理货币政策，是金融市场里最重要的角色。中央银行制定政策利率，直接影响其他利率，控制整个经济中信贷的数量，控制货币供应量。这些都直接影响到金融市场，也会影响到经济生活的各个方面。我们一般提到中央银行，第一反应都是中央银行制定利率，报纸上说起中央银行新的货币政策也一般都是说新的利率水平，其实中央银行一般很少直接“制定”利率，它主要是通过下面所说的各种操作来使政策利率达到它所要的水平，它可以没有限额地向商业银行贷款或者接受商业银行存款，它也可以没有限额地买卖证券，尤其是国债，通过这些手段，中央银行控制政策利率，影响其他各种利率和货币供应量。一些国家的中央银行都有些富有传奇色彩的历史，私有的、共有的、不为人知的惊天秘密等，但是在现代金融世界里，各国中央银行都是按照法律来运作的政府机构，要说有什么阴谋论也只能算是茶余饭后的谈资，和金融没有什么关系。

中央银行在各国的历史成因和结构，权力都不尽相同。1913年成立的美联储的结构应该算是比较独特的。美联储的主要政策工具为：准备金要求、公开市场操作、控制贴现率,其他中央银行的操作基本类似。我们后面分开介绍这三种政策工具的具体细节。

一般来说，中央银行的职责是：

·监管银行体系。

·为政府的货币政策提供咨询。如果是独立的中央银行，那么中央银行直接制定和执行货币政策。

·发行钞票。

·为其他银行提供银行服务。包括存款、放款和准备金账户。

·为政府提供银行服务，比如提供收税的账户。

·为政府融资，发行国库券。

·管理外汇储备。

·最后借款人。

·维护和其他中央银行的国际关系。

国际上近十几年的趋势是中央银行专心致志稳定物价，控制通货膨胀，不去操心别的事情。但是美联储的以下六个目标就不仅仅是稳定物价。

·高就业；

·经济增长；

·物价稳定；

·利率稳定；

·金融市场稳定；

·外汇市场稳定。

最近二三十年的一个趋势是更多的中央银行独立运作，控制货币政

策。过去美联储、德国中央银行和瑞士中央银行比较独立，欧洲中央银行成立之后要比美联储更独立，最近10年英国中央银行和日本中央银行也都更加独立。

那么中央银行应不应该独立呢？正方认为：

·如果中央银行不独立，那么由于政治干涉，货币政策可能更会引起通胀，原因在于政客的重点是短期的效果，但是一些能达到短期效果的行为在长期有可能损害价格稳定。

·政府有可能直接控制中央银行去购买财政部的债券，为政府赤字买单。

·政府没有这个金刚钻，不知道如何制定最佳的货币政策，而这个决策又非常重要，所以应该交给专业的中央银行来独立完成。

反方认为：

·货币政策由专家制定，他们不需要对任何人负责，所以缺乏责任心。

·货币政策应该和政府支出统筹规划才能起到最好的效果。

有一些证据表明独立的中央银行对于降低通货膨胀确实有一定的好处，而且独立的、专心控制通货膨胀的中央银行也不会带来低经济增长或者高失业。而政府控制货币政策有可能会出于政治动机，或者党派利益，比如大选在即，升高利息虽说是正确的做法，但是执政的政客可能会选择不升来赢取公司的支持。

要讲述中央银行如何实施货币政策，我们先要看看中央银行的资产负债表（见表8-3）。我们给其中的主要项目加上编号。

表8-3　中央银行的资产负债表

[image]

中央银行可以在市场上买卖债券，这也叫公开市场操作，会影响到表上的第1项。如果中央银行购买了债券，那么银行体系的准备金和存款都将增加，货币供应量增加。如果中央银行出售了债券，那么银行体系的准备金和存款都将减少，货币供应量减少。公开市场操作是美国联邦储蓄最重要的政策工具。为什么它是首选的货币政策工具？有四点理由：

·美联储完全控制，有主动权。

·灵活，数量可大可小，可以很精确。

·如果做错了，很容易逆转。

·操作时效快。

中央银行也可以调整表里的第2项，也就是说，通过直接给商业银行贷款来增加货币供应量，中央银行贷款的利率是贴现利率。中央银行还通过调整第1项、第2和第4项来影响联邦基金利率，这是银行间隔夜贷款的利率。比如，如果中央银行要求商业银行增加准备金，商业银行纷纷找钱，那么联邦基金利率就会增加。中央银行还是所谓的最终借款提供方，这是通过贴现操作来实现的：商业银行拿着各种证券到中央银行这里来借钱，中央银行把它们拿来的证券“打个折扣”，也就是贴现，给它们现金贷

款。这个功用在金融危机的时候最为有效，也是美联储当年成立时最重要的使命。最近的金融危机中，中央银行同意接受银行的各种房屋抵押贷款证券，也是为了增加贴现的力度。

中国人民银行经常采取调整准备金要求的手段来控制商业银行的信贷规模，但是准备金要求很少被美联储作为货币政策的工具使用，为什么呢？因为有的商业银行本来准备金余额就比较少，突然接到上调准备金要求，会给这些银行造成现金周转困难。

那么多少货币供应量才合适呢？中央银行应该采取何种货币政策呢？这是艺术＋科学＋政治，超出本书的范围。但是，值得提一句，钱太多不一定就会造成通货膨胀。极高度通货膨胀，一般是由于钱太多引起的，但是普通的通货膨胀不一定是由钱太多引起的，也许是因为供应不足。可以这样说，钱太多一般是通货膨胀的必要条件，但不是充分条件。

商业银行的业务

商业银行要做些什么事情呢？当然包括最传统的商业银行业务：存款和放贷。存款包括活期存款、定期存款、可以开支票的账户存款（基本上是活期）和其他支付功能。放贷包括向公司和个人贷款、透支、按揭和信用卡业务。但是，商业银行还提供其他各种服务：

·代客买卖证券。过去只有像德国或者瑞士这些国家的全能银行才可以，现在世界各国的银行都慢慢可以了。

·代客买卖外汇交易。

·代客买卖基金等投资产品。

·提供投资咨询。

·托管。替客户保管各种有价证券。

·保险柜。

·出售保险。

商业银行提供服务的方式传统上是门市部网点，后来有了自动取款机，再后来有了电话银行服务，现在越来越多的业务是通过网上银行来完成的。

商业银行要做的工作可以大致分成四部分。

首先是流动性管理。也就是说，要有足够的钱来支付存款人的取款需要，这就是银行会在中央银行存有盈余准备金的原因。但是又不能太多，太多的话会影响盈利，因为准备金也没有利息。如果银行现金不够，那么它们就需要

·向其他银行借；

·出售有价证券；

·从中央银行那里借；

·收回贷款（有些贷款是可以提前收回的）；

·或者出售一部分贷款。

其次是资产管理，或者说是信贷风险的管理。银行要把钱贷给违约风险最低但是又愿意缴最高利息的公司。银行在这方面积累了大量的经验，有很多的实际措施可供采用。银行是比较保守的金融机构，从历史上来看它们所放出的债务的违约比率平均不到1%。这里面当然有很大的时间变化因素，经济萧条的时候比率高，经济高涨的时候比率低。经济萧条的时候其实整个经济社会正好需要银行多贷款来刺激投资和消费，但是那时候银行都会拼命降低贷款，从而使经济衰退更加恶化。而经济高涨的时候银行又会拼命贷款，为下一次萧条埋下伏笔。这也是为什么有人说银行本身的存在就是刺激经济周期的。银行还需要购买风险最低但是回报最高的有价证券；银行需要进行投资多样化，以降低风险；此外，银行还要根据流动性进行统筹安排，降低成本。

再次是债务管理，或者说是资金来源的管理。过去商业银行的债务管理没有什么文章可做，因为大部分的债务都是储户的活期储蓄，而且银行间的同业拆借市场也不太发达。现在银行债务的来源多样化，所以银行也积极寻找最合适的债务工具和手段来取得资金。比如大额存单，这个市场就是20世纪60年代后发展起来的，现在它所占的银行资金来源的份额达到40%多（20世纪60年代2%），而活期存款的份额只占13%（20世纪60年代60%以上）。

最后是准备金管理。银行需要充足的准备金有三方面的理由，最明显的是监管机构（中央银行）所要求的法定准备金比率，但其实这不是最主要的。最主要的是银行需要有充足的准备金来应付各种资金需求（比如储户提款），否则银行就会倒闭。最后，银行为了为股东追求最大利润，需要把准备金减到最低，但是又不至于满足不了各种资金需求。准备金越

低，股东的回报就越高。原因在于，准备金低了，那些钱就是拿出去放债了，杠杆也就高了，杠杆高，回报就大，当然风险也大。所以银行的准备金管理是一个需要两边平衡的艺术。

商业银行的表外业务

历史上银行通过管理前文谈及的四点来赚取最大化的利润。最近二十年，银行积极发展所谓资产负债表外的表外业务。这类表外业务主要是指金融工具的交易、债务的出售和其他付费收入。这些活动都不会体现在资产负债表上，但是会影响到银行的盈利。这些活动的收入在银行的收入中所占的份额越来越大。一般认为这类收入的风险相对于放贷来说较低，而且与经济周期的相关性没有贷款那样紧密，所以质量要好一些。

表外业务有以下几方面例子。

·贷款出售。银行将放出的贷款卖掉，从中收取手续费，又可以将这笔贷款从它的资产负债表上拿掉。现在许多种贷款都有成熟的二级市场，所以贷款也慢慢变成一个可以随便交易的“商品”。不管哪种产品或者服务项目，银行最不希望它们成为商品，因为那样的话银行的获利能力就相应减少了。

·其他付费收入。比如提供保证，或者提供贷款承担、自动延期贷款安排，也就是说在一段时期内，银行保证给公司按照市场利率加上一定信用利差来提供一定数额的贷款。银行提供这种保证，一般会收取信用利差的一定比例作为担保费。虽说这些担保不在资产负债表上，但是它们都是有风险的，有可能将来出现在表内，一般出现的时候都是银行最不想看见它

们出现的时候，比如目前的金融危机。

·交易。包括交易外汇、股票、债券和各类金融衍生工具。从中既可以赚取手续费，又可能赚取投机所得的收入。但交易也是有风险的，比如1992年倒闭的英国巴林银行，赔了10亿美元，1996年住友商社因为滨中泰男赔了26亿美元，这次出问题的很多银行也是因为交易方面的亏损。

上面提到的很多表外业务都叫“或有债务”，越来越多国家的新的会计原则要求通过合理的计价或者披露，把它们放回财务报表中。

商业银行面对的挑战

过去20年中银行所面临的挑战可以总结为以下几个方面：

·竞争加剧。许多过去不可以接受储户存款或者借贷的公司开始蚕食银行传统领域。比如许多零售商尤其是超级市场、保险公司、大公司所属的财务公司（通用电气公司和福特汽车公司）等都开始提供各类储蓄或者借贷的服务。

·控制成本。银行的成本占收入比例大约50%~70%，近20年银行工作人员的收入因为银行之间对人才的竞争而提高很快，如何控制成本是一个重要的挑战。

·出售非银行类产品。这包括基金、保险、其他各种理财产品和咨询服务，这慢慢成为银行收入的一个重要组成部分。

·电脑网络技术的普遍使用。这既是机会也是挑战。几年前欧美的调查

结果说，客户到银行门市部完成一单交易，银行的平均成本为1美元以上，如果通过电话交易，成本为26美分，如果通过网络交易，那么成本则降为13美分。这也是为什么各国的银行都投入大笔资金提供网上银行服务的原因。

最近二三十年中，由于竞争，银行给公司贷款的利润逐渐降低，因为公司不一定非要从银行贷款，它们可以通过日益发展的资本市场举债或者发股融资。所以一些银行开始向投资级别以下的公司贷款，风险增加。有些公司还通过从银行借款或者发行债券来融资回购自己公司的股票，这无疑会加大公司的杠杆，增加风险。另外，很多商业银行还会购买投资银行，以增加收入的来源。

投资银行和证券公司

在英美，证券公司和投资银行的概念没有什么区别，许多投资银行的注册名都是某某证券公司，它们干的都是同一档子事儿。

中国的证券公司大都于20世纪90年代才建立，资本实力远远比不上国外的投资银行。过去中国的证券公司经营业务也有限，一般只是作顾客买卖股票的中间人，所以收入也只能靠有限的手续费。有些券商在半合法的状态下替客户理财，许多给客户的许愿都难以达到（比如，每年保证20%的回报等）；更有些券商在非法的状态下拿了客户的钱去“为自己理财”，因此爆出很多丑闻。前几年中国股市不好的时候，这些券商步履艰难。股市好转，其中的一些活起来，又继续发展。而真正意义上的投资银行业务则慢慢被一些独资或者合资的证券公司抢走了。中国公司在国内的种种投

行业务，比如股票首发上市、二次融资、发债、可转换债券，企业重组和并购等，都是从无到有，快速发展，而且运作的模式也在与国际接轨，这就为证券公司提供了很多新的机会。中国的券商发展壮大成为真正意义上的投资银行（或者它们是否都会成为银行集团的一部分）应该只是时间的问题。

其实本节的标题应该只叫证券公司，本节的位置也不应该在银行这一章，因为投资银行不是传统意义上的银行，它一般不会吸纳个人储户存款然后贷款给公司，所以在很多国家投资银行业不接受中央银行的监管，而是接受证券监管部门的监管。投资银行有的业务也和商业银行重叠，有的业务则是投资银行独有，比如股票承销。前文提过，证券市场有两种，初级市场和二级市场，一般来说，投资银行的主要工作是初级市场，也就是帮助公司发行证券，而证券经纪公司的主要工作是二级市场，也就是帮助投资人购买二级市场上的证券。但是这种划分现在已经没有什么大的意义了，因为投资银行也大量从事二级市场业务，而传统的证券经纪公司要么被投资银行买走，要么自己申请了牌照从事一级市场业务，要么专注于理财之类的业务，纯粹的证券经纪公司已经越来越少了。投资银行的主要功能是帮助公司获得资金。公司要发股或者发债，一般需要有一家或者多家投资银行为其作顾问，并为其承销。

大致说，投资银行承担两项工作，一是公司财务顾问，二是资本市场的发行和交易。或者投资银行的工作可以这样分成两部分：一部分是一级市场的咨询、发行、承销，一部分是二级市场的做市和交易。也有人说，投资银行是股票、债券的发行者和购买者之间的中介，不过我觉得这个定义不太全面。

公司财务顾问就是在公司上市、合并、收购、重组、分拆、破产的时候告诉公司如何去做，用什么样的价格做，如果需要资金的话，如何弄到这笔钱。这类举动，一家公司可能很多年才做一次，而公司财务顾问则是天天做，所以公司财务顾问可以协助公司走通各种要走的程序。财务顾问比较多的是公司并购的咨询：包括价格、时间、各种策略。并购的顾问费用很高，但是没有下文说的承销的费用高。并购的时候公司都要考虑是不是需要融资，如果需要融资的话，那又是投资银行的事情，投资银行在承销上面赚钱很多，所以如果投资银行拿到了承销，有时候并购咨询免费。

企业需要融资，所以通过资本市场发行股票和债券，投资银行帮企业把这些股票、债券卖出去，主要是卖给机构投资人；当然，在首发上市的时候也通过商业银行或者小的证券经纪公司卖给个人。发行证券，投资银行要为公司出谋划策（什么时候发行，什么价位，发行多少，卖给谁，等等），要帮助公司准备各种文件，联系像律师、会计师这样的第三方公司，最重要的是要承销。承销是什么意思呢？也就是说，如果证券没有人买的话，投资银行以固定的价格把客户要发行的证券统统买下来。听上去这是件风险很大的事情，其实也不完全是，因为在此之前，投资银行已经四处和大的机构沟通过了，了解到了他们的购买意愿，包括价格和数量，心里有数了之后投资银行才会签承销协议。以股票为例，一般投资银行要收取融资额2%～7%的手续费，所以利润丰厚，投资银行都打破头抢生意。但是也有可能股市突变，定价之后还有卖不出去的股票，这样银行就会大亏一笔。

证券发出去之后，投行提供两种资本市场服务：一种是股票经纪，另一种是股票做市商，两种服务紧密相关。传统股票经纪就是一个纯粹的股

票中间人，拿到客户的订单，然后出去执行订单，回来向客户汇报，收取一定的手续费。股票经纪会在交易所有一个席位，它们把客房的买卖指令通过交易所执行。投资银行不仅仅做股票经纪，它们一般还都是许多证券的做市商，也叫交易商。也就是说，投资银行有一定库存的证券，不断报出买入和卖出双向价格，客户直接交易。这种生意是有很高风险的，所以投资银行要拿出一部分股东资金作资本充足保证。做市商的存在为股票交易提供了非常必要的流动性，因为交易所不能保证在你想买的时候总会有卖的一方，或者在你想卖的时候总有买的一方，做市商能保证这一点。现在商业银行也都从事各种交易活动。做市商有时候是由证券交易所指定的。大基金要想购买大宗股票或者债券，可以直接到投资银行那里买卖。这类柜面产品的买卖也一般是由投资银行来完成的。另外，投资银行还可以用自己和客户的钱直接购买股票、债券等来作为投资，这也是为什么有时候人们会把某些投资银行和一个对冲基金相比较的原因，因为对冲基金完全是靠拿自己和客户的钱去直接买卖赚钱的。

投资银行或者券商通常还提供以下的几种业务：

·保证金融资。这项业务实际上是为投资人提供杠杆，增加投资风险（和回报），在许多国家是要受到单独监管的，这项业务要单独批准后才能进行。

·过去投资银行一般提供投资管理的业务，现在这项业务一般都独立出去，由一家专门从事资产管理的姐妹公司提供。

·贷款安排和银团贷款。

·外汇交易，这个业务商业银行也有。

·商品交易。

·租赁。

·创投资本。

·投资银行和券商还会提供股票研究等其他服务。

现在越来越多的投资银行和券商都使用网络来提供它们的各种服务。

对投资银行的监管

对投资银行的监管一般是和银行的监管分开的，但是在最近的美国金融危机爆发后，有很多要求把它们统一起来的呼声和建议。一些国家，比如英国、日本、韩国已经成立了统一的监管机构，统一管理投资银行和商业银行。

监管的主要目的是保证市场的诚信和限制投资银行之间的恶性竞争导致过多的破产发生。公众对于投资银行的信心对投资银行和券商来说是非常重要的，因为信息不对称的关系，投资者对公司的情况知道得少，公司和它们的投资银行券商知道得多，如果不运用监管的手段控制，那么投资人不会出高价，好公司知道没有高价也不会通过金融体系融资，那么剩下的多数都是些皮包公司，投资人更是心有余悸，这个证券市场就做不成了。监管的目的就是尽可能地消除这种不对称。那么各国通常采取哪些方法呢？

·成立特别的机构来监管市场、投资银行和券商。

·要求公开发行证券的公司为它们的证券注册，并对它们披露的信息做出最低要求，这些信息有助于投资人做出决策。

·要求所有上市公司定期披露公司营运和财务状况；如果有突然变动，这些公司还必须发布特别公告。

·要求所有有可能了解公司内幕消息的人公开其购买出售股票的情况。

·限制对市场的操纵，尤其是大户和庄家。

·严重处罚。

《南华早报》　　（2008.12.31，B1版）

瑞信得到投资银行的许可

【梗概】瑞信得到了北京的许可在中国建立合资公司从事投行业务。它与方正证券的合资公司将可以保荐和承销A股股票和人民币债券。“中国投资银行业务对许多海外银行集团来说都是皇冠上的明珠”，瑞信亚太负责人说。2008年中国券商通过承销股票赚到了23亿元人民币，较去年少了76%。

投资银行和商业银行的关系

投资银行和商业银行相比有几个明显的不同：

·投资银行没有零售储户。商业银行可以接受零售储户的存款，一定限

额的存款由国家提供担保，为此，商业银行要接受严格的国家监管。投资银行的监管则有所不同。

·投资银行的资金一般来自银行的股东和债主；商业银行的资金主要来自储户。

·投资银行的主要业务是承销、交易股票和债券；商业银行的主要业务是收储和放贷。

·投资银行的客户一般是一些比较大规模的企业和基金。

·投资银行的业务受地域的影响远比商业银行小。

商业银行和投资银行有许多相似和互补的功能和业务。在本书的其他部分，除了我们想要特别强调它们之间的区别外，我们都把它们泛称为银行。现今的国际大银行集团除了极个别外都包括商业银行和投资银行分部，纯商业银行也一般设有专为企业服务的部门，提供的服务与投资银行相近。

商业银行当然传统上是赚取利差，但是最近一些年，国外的商业银行已经拓宽经营规模，将它的收入来源多元化。其中一个重要原因是市场竞争，国外的存款利率和放款利率都是自由竞争的，所以银行之间要竞争提高存款利率以争取储户，又要竞争降低放款利率以争取企业。这样一来，利差变小。所以国外的商业银行都积极开拓信用卡业务、房屋抵押贷款和其他贷款业务、代销基金和保险业务、直接投资业务等来创收。对于海外商业银行来说，一般利差的收入比例只有30%左右。中国大商业银行的收入仍然有90%来自利差——目前中国的存款和贷款利率都不是自由竞争

的，国内银行可以吃到3%的利差，发达国家的商业银行过去也差不多能吃到3%，最近两三年利差大幅度下降，可能只有过去的1/10。

投资银行的收入主要有以下几部分：

·公司财务顾问的收入；

·承销股票和债券的收入；

·做市交易的收入；

·直接投资的收入。

每间投资银行的比例不太一样，你可以到银行的年度报表里面查出来。值得一提的是，前面三种收入所用的资本一般很少，基本上是个中介的手续费，后一种收入必须要用银行股东的资本，所以相对来说风险大一些。这方面比较突出的是美国投资银行高盛，它的直接投资部分与其他银行相比要大很多，所以高盛的收入也主要以其直接投资的收入为主。有人戏称高盛其实是一个超大型的对冲基金，附带一个投资银行，就是这个原因。不过，这个附带的投资银行被许多人认为是全世界最好的投资银行，难怪高盛雇员，虽说不是人数最多或者资产最多的银行，每年要赚那么多钱。

分业经营和混业经营

分业经营是指从监管的角度来说，商业银行和投资银行的业务必须分开。著名的《格拉斯－斯蒂格尔法》就是美国政府于1933年制定的法律，

要求银行必须分业经营。当年的商业银行主要是花旗、大通曼哈顿银行、汉华银行摩根大通，而投资银行是所罗门兄弟、高盛、美林和摩根士丹利。摩根士丹利就是从摩根大通分出来的投资银行。商业银行可以收储，但是不可以承销，投资银行可以承销，但是不能收储。分业经营主要是为了防止银行拿储户的钱借给别人或者自己去炒股，从而埋下制造金融危机的炸弹。

1998年，《格拉斯 - 斯蒂格尔法》被修订，在美国注册的商业银行可以有从事投资银行业务的子公司，投资银行也可以有从事商业银行业务的子公司，金融控股公司（也就是银行集团）可以有商业银行、投资银行、保险和其他金融业务的子公司。虽然这不完全是放任自流的混业经营，但是基本上是。1999年，《格拉斯-斯蒂格尔法》被废除。日本第二次世界大战之后学的是美国的模式，但是于2001年废除了这种限制。中国这方面的法律模式和历史沿革与美国相似。中国的大银行其实也都是银行集团的模式，比如，从网站上看，中国银行的投资银行业务大部分是由其子公司“中银国际”来做的，建设银行投资银行业务大部分是由子公司“建银国际”来做的。

银行的发展趋势

银行的传统功用就是收取短期存款，发出长期贷款，从中收取利差。但是这个功能从长远来看在衰退。金融创新起到主要作用，其中主要包括以下几个方面的创新。

·货币市场基金。这种基金吸取了大量储户的资金。

·垃圾债券市场的形成。20世纪80年代之前，只有最好最大的公司才能发行债券融资，因为信息传播比较困难。20世纪80年代之后，关于公司的信息能够比较容易地获得，所以一些过去不能发债的公司也可以发债，发了债也有人买，这使公司的资金来源渠道拓宽。

·商业本票市场为银行和公司提供了新的融资渠道，货币市场基金的发展正好需要商业本票的发展来提供投资工具。

·证券化。这是过去二三十年里面最重要的一项金融创新，把交易起来比较困难的资产变成证券在证券市场交易。比如房屋抵押贷款是流动性很低的资产，但是证券化之后的证券流动性大大提高。流动性的提高不仅意味有很多人买进卖出，而且意味着这份资产的信息能更有效的传递。

由于上述融资投资手段的日益发展，传统的银行业务在金融体系里面的作用日益减弱，比如美国在20世纪70年代，银行和其他存放款机构所发放的贷款占所有信贷的一半以上，到了20世纪90年代末，这个比例降到了30%左右。所以在20世纪90年代初，有些人惊呼：银行业要终结了。但是，如果看整个银行业的利润在国民经济里面的比例，它在最近十几年中有大幅的上升。为什么？因为银行把金融创新变成自己的优势，积极增加传统贷款之外的利润。另外，我们现在才知道，银行在拼命提高自己的杠杆。值得一提的是，在亚洲大部分国家和地区，银行贷款仍然占所有信贷的大部分比重。

商业银行的监管

银行业面临的主要问题是信息不对称带来的逆向选择和道德风险的问

题。那么银行监管也就是要解决这些问题。

银行的监管是个很复杂的问题，主要包括以下七个方面。

·政府提供安全网，为储户的存款提供保险。一般储户只看见银行高耸入云的大楼，但是不太清楚银行是不是安全，如果风传有一家银行状况不好，储户就可能大规模从银行取款，造成恐慌，引发危机，这叫银行抢兑（或银行挤兑），在20世纪30年代之前经常发生。安全网的作用就是告诉储户不用担心。美国的储户存款保险于1934年开始运作，它的引入大大减少了银行的破产数目。某些国家虽然没有写在纸上白纸黑字的储户存款保险法规，但是这些国家的中央银行在本国银行出问题的时候一般也会给银行提供贷款，应付储户的提款，所以中央银行有时候也被称为最终借款提供方。虽说安全网解决了一些问题，但是又带来了其他的问题：储户因为有了保险，所以他们对银行的监督可能减弱；银行因为有了保险，就可能投机购买高风险的财产。

·限制银行资产的种类和数量，要求银行资本金的最低水准。除了上面所说的原因之外，银行本来就有理由投机高风险的资产：如果投机成功，银行给储户的利息又不会增加，所以银行获取高回报；如果失败了，银行倒闭，储户或者中央银行承担损失。所以监管要限制银行的投资种类，并要求它们有一定的股东资本。限制投资的方式很多，比如限制银行不可以直接购买股票，或者限制银行对单个公司或者单个行业的最大贷款比例。对银行资本金的要求有不同的形式，比如银行的资本金除以总资产不可以低于一个比例，这叫资本充足率；另外，银行要对资产负债表以外的各种交易按照它们的不同风险进行评估并且留出一部分资本金。

·对银行的监督，包括银行和银行从业人员的定期注册和对银行的定期检查，主要是核查银行资产负债表上的内容。比如，监管当局可以要求某家银行对某些特定的贷款做特定的处理。近年来，检查审核的另一个重点是银行的风险管理，尤其是对各种表外交易的头寸的限制。

·信息披露的要求。要求银行公布各种关于资产负债、交易风险、资金充足、风险管理的报告，这样存款人、借款人、投资者、监管机构都可以根据这些信息评价银行，监控银行。

·保护消费者的有关要求。尤其要求银行在消费者借款时必须提供有关的信息，比如信用卡的实际年贷款利率信息等。

·对恶性竞争的限制。过多的竞争使银行铤而走险。

·分业经营。这一点在过去10年中在淡化，但是目前的金融危机可能使整个过程倒转。

监管的具体措施有很多，其中包括以下几个方面。

·开银行的基本条件。

·法定资本充足率。要求银行的资本金除以银行的总资产不能超过一个百分比。这是一个比较重要的话题。

·流动性方面的要求。应该有多少现金。

·放贷的风险监管。比如对大风险敞口的要求：银行对一家公司的放款不能超过资本金的一个比例，对行业或者国家也有类似的上限比例。

·对购买有价证券的监管。不可以使用储户的存款购买股票。

·对银行提供的证券服务的监管。

·对银行的表外交易的监管。

·对银行会计过程的监管。

·对银行进行抽查的权利。

银行业关于资本充足率的一个全球性的标准是巴塞尔协定，1988年在瑞士巴塞尔签订的，所以也叫巴塞尔协定，它的主题是风险调整后资本要求。这是第一次全球各国的银行统一认识，对资本储备的定义和操作进行了规范。首先是对银行资本金的定义，把它分成一级资本和二级资本。一级资本和我们平常所说的资本金的概念比较接近：就是股东资金加上留存利润，再加上优先股的一种(非积累永久优先股)。二级资本则包括其他优先股，银行为贷款可能出现的损失预提拨备和次级债务。对于资产，巴塞尔协定也有一个风险加权的概念，比如银行的现金是很安全的，所以风险加权是零，而发出去的债是有可能颗粒无收的，所以风险加权是100%。巴塞尔协定（II）试图更进一步完善，比如引入评级的概念，不同等级的公司的债务的风险加权应该是不同的；同时还进一步引进了增加透明度的规定。巴塞尔协定（II）重新修订了信贷风险的测算方法，并且要求银行估测由于内部系统或者各种流程失败可能造成的损失并且预留出资本。巴塞尔协定（II）按照计划在2008年或者2009年开始实施。

如果银行资产价格下降，那么股东资金要拿去填补损失，资本充足率的比例就会下降。这时候银行能做两件事，一件事是寻找新的资本，比如

在最近的次贷危机中美林公司找了中投，瑞银找了新加坡国家投资公司。另外一件就是减少资产，比如直接出售证券或者贷款，减少贷款，或者将资产证券化。具有讽刺意味的是，这次次贷危机的一个根源就是银行的证券化。

商业银行如何赚钱

我们说过，商业银行的最传统的利润来源就是利差。决定利差的一些因素是银行无法直接控制的：比如银行的贷款一般是长期的而储蓄一般是短期的，如果按照通常情况回报曲线向上倾斜，长期的利率大于短期利率，这就无形中给银行增加了获利空间。如果回报曲线向下倾斜，银行要想通过利差赚钱就像顶风行船。利差也有银行可以控制的成分，商业银行要多赚一些钱，需要关注这两个方面：如何增加贷款利率（收入），以及降低资金来源的利率（成本）。换句话说，把贷款用最高的利率贷给信用度最好的公司，同时争取给储户的储蓄支付最低的利息。前一点做起来有些困难，因为每家商业银行都想争着给好公司贷款，所以在竞争中利率不会很高；要想拿到高利率，银行只能给信用风险较高的公司贷款。后一点过去做起来是容易的，因为很多人都把钱放在活期账户上，这类账户基本不付利息；定期存款的利率过去也受到国家限制，不会很高，也没有竞争。但是过去20年很多国家取消了这种限制，所以银行之间互相竞争，靠稍高的利率吸引储户，对于银行来说成本提高。另外，我们前面提到的货币基金的壮大也成为银行一个强有力的竞争对手。所以，银行在利差上面能做的文章有限。同时，银行的贷款收入受经济周期影响较大，经济不好的时候，许多公司破产，银行坏债增加，利润减少或者变成亏损经营。所

以商业银行赚钱、扩张要增加非贷款性收入，也叫收费性收入。这其中包括购买现有的投资银行，或者利用自己强大的资产负债表和投资银行竞争各种包销和证券、外汇交易的生意，也包括我们前面说过的代销各种投资、理财、保险产品，还包括通过收费向公司提供各种贷款担保等。

我们以美国商业银行1997年的数据来看，如果我们将它们的资产设定为100美元，那么它们的利息收入是5.13美元，而各种证券的利息收入是1.65美元，所以总利息收入是6.76美元；资金成本为3.29美元，那么它们的利差收入为3.47美元，这个利差收入在过去的30年变化并不太大。从这个利差里面要减去员工工资，还要减去其他成本，这就包括各种坏债带来的损失。坏债损失受经济周期影响很大，所以银行的盈利也受经济周期左右。为了增加收入，银行会增加各种非贷款收入，比如经纪、交易、咨询等，那一年美国商业银行靠非贷款收入赚了1.72美元，这大大地提高了银行的利润。非贷款收入是过去30年商业银行收入里变化最大的一项，从1970年的0.38美元，到1997年的1.72美元。从绝对数额上看，美国商业银行的税后利润从1970年的50亿美元上升到1997年的590亿美元，到2006年的1280亿美元，2007年则下滑到980亿美元。

商业银行赔钱一般是出现两类问题：第一，经济不景气，公司和个人破产增加，贷款违约比例超出预期水平，银行放出去的债务收回来的不够，那么要直接在收入里面扣取，这类赔钱都是资产负债表上出了问题。第二，各种本来不直接占用银行资产负债表的收费业务出现问题，比如投资银行业务亏损，或者很多或然债务不得不放回资产负债表上。

投资银行如何赚钱

投资银行的收入主要来源于两部分，一部分是公司财务顾问费和承销、贷款费，另一部分来源于各种证券的做市和交易收入。

公司财务顾问费一般是并购面额的0.30%左右，而股票承销费则可以在股票发行量的3%左右，如果股票在美国上市则费用更高，有时候达到7%以上。这些数字也许看上去不起眼，但是如果乘以庞大的全球每年的并购数额和股票、债券承销数额是一个令人吃惊的数目。2007年是投资银行的丰收年，当年全球投资银行除了交易之外的收入超过800亿美元，这其中包括四个方面的收入：兼并收购咨询费，大约占35%，债务承销，30%，股票承销，20%，银团贷款，15%。但是每家银行各种业务收入的比例可能相差很大。

投资银行的另一部分收入是做市和交易的收入。银行提供各种证券的做市商的服务，大公司或者基金到银行买卖各种证券，银行可以从买卖的过程中赚取一定的差价，还可以收取一定的佣金（这取决于是什么产品）。投资银行还可以拿自有资金直接购买证券牟利，它与一般的投资人相比有一点有利因素：它知道各种投资人都在买卖什么股票，所以投资银行可以根据这些信息抢先下手。但是如果是赤裸裸地抢在客户前头做生意在很多国家都是监管所不允许的事情，所以投资银行会有各种内部防范措施保证监管的要求能完全达到，但是人们一般还是会怀疑投资银行的动机和做法。自营资金的收入对有的银行来说是非常重要的一个方面，可能会达到整个投资银行收入的一半以上甚至更多，有些银行则采取相对比较保守和稳妥的做法，自营资金的收入相对较少。投资银行经纪、做市和自营资金投资的收入一般会和上一段所说的财务咨询、承销和银团贷款的收入相当，所以全球投资银行的总收入应该比上面的数字800亿美元再翻一

番。2008年11月，全球矿业巨头必合必拓宣布取消对力拓的收购计划，按照目前的股价，收购额是600多亿美元，但是在最初宣布的时候，收购额超过1400亿美元。据估计，这单交易没有达成，仅投资银行损失的咨询费就超过3亿美元。

投资银行赔钱也很容易：全球并购数额和发股发债的数额变化很大，2002年和2003年市场不太好的时候投资银行的收入连2007年的一半都不到。扣去各种成本，尤其是投资银行工作人员昂贵的工资和奖金，剩下的就是亏损。投资银行的自营资金的投资交易也是风险很大的业务，因为投资银行的杠杆很高，一个小小的部门的一项小小的业务如果出错，就有可能把全部投资银行的利润一笔勾销。

中央银行如何赚钱

一般认为中央银行是一个政府机构，监管商业银行、制定和实施货币政策，所以根本不存在赚钱还是赔钱的问题。追究历史，很多中央银行还都是私人拥有的银行，现在也还有很多人讨论究竟谁是美联储或者英格兰银行的所有者。这些问题的答案也许会令你吃惊，但是这些历史的离奇事实和现在各国中央银行的运作没有多大关系，现代的中央银行的确应该算是政府机构。可是政府机构和中央银行如何赚钱这个问题没有矛盾：政府机构里面也有赚钱的机构（比如税务部门）和赔钱的机构（社会福利部门）。中央银行是印钱的机构，当然赚钱，这还用问吗？

但是这个问题没有这么简单，我们在这里只能大概提一下。我们先来看看中央银行的资产负债表，右边的两项是中央银行资金的来源：商业银

行的准备金存款和流通的货币，流通的货币除了印刷用的纸张之外是不花钱的，商业银行给中央银行的准备金存款一般不付利息或者支付很低的利息，所以中央银行等于白拿资金。资产负债表的左边是中央银行资金的使用：购买国家债券和给商业银行的贴现贷款，前者等于借钱给政府，后者也是要按照市场利率操作，所以中央银行都要收取利息。所以，中央银行是赚钱的，而且是白赚。因为这些利润的根本源泉是中央银行发行纸币的职责和中央银行通过准备金存款监管商业银行的职责，所以，各国的中央银行都会将这部分利润支付给政府。中央银行独立的原因之一就是为了保证中央银行不会为了给政府赚钱而不去全力完成它的主要职责。

中央银行通过公开市场操作执行货币政策时一般也是赚钱的，因为利率过高的时候中央银行通过购买债券来放贷，利率低的时候中央银行又通过出售债券来借款，高抛低购，也是赚钱。

但是如果中央银行的资产部分包括黄金和外汇储备的话，问题就不那么简单了。黄金的价格波动很大，外汇价格也是同样，同时，外汇储备的利率回报（外币利率）和本国政府债券的利率不同，这使中央银行能否赚钱成为一个未知数。过去10年，亚太各国和海湾各国的外汇储备总额大幅上升，这使中央银行会不会（大量）赔钱的问题成为一个重要话题。正是因为这个原因，许多国家的中央银行都积极寻找增加回报、降低风险的途径。但是中央银行有许多关于该国货币政策和利率的内幕消息，在投资的时候如何避免利益冲突是一个很关键也是很棘手的问题，一些国家成立了所谓的主权基金（见第9章），就是想通过与中央银行相对独立的机构来管理外汇储备和其他国有金融资产。

9　风险资产定价理论，基金和投资管理中介

引言

本章所说的投资管理中介用通俗的话说就是代客理财的人或者机构，其中包括很多不同的种类。在现代金融和投资交易中，它们的影响巨大。随着社会财富积累的增加，投资越来越社会化，也就是说，大部分散户投资人的钱都不是由投资人自己决策，而是交给专业的投资管理中介，这类人或者公司把许多人的钱集中起来管理，一般叫机构投资人。这其中包括共同基金的管理公司，也就是我们平常所说的基金公司；也包括最近10年从无到有直到现在在金融市场上举足轻重的对冲基金公司；包括不太起眼但是资产雄厚的国有或私有的养老金管理行业；包括保险行业的保费投资和其他储蓄类的资金，后者在近二三十年随着保险业的产品多元化而迅速发展；此外，还包括最近10年常常在报纸头条出现的私募股权基金和创业基金，等等。

这些机构的共同点是为他人做关于投资的决策，收取管理费，有时候在投资人的投资回报中提成。它们很多规模都很大，将全球各地的投资人的钱汇集起来投资。此外，它们的投资一般都比较分散，有很多种不同的证券种类或者投资项目。代客理财的行业自然历史非常悠久，但是这样大规模地成为金融投资里面的一支重要的力量还是最近半个世纪的事情，这在很大程度上得益于20世纪五六十年代金融理论上的两个新发展：投资组合理论和风险资产定价理论，所以我们先大致介绍一下这两个理论，然后分别介绍各种投资管理中介和它们所管理的基金。

虽说我们把本章安排在投资中介里面，但是其中包括的很多内容也可以放在金融工具一章，各种基金其实也是投资者使用的投资工具。我们之所以把基金放在中介篇介绍，是因为我们觉得了解基金更重要的是了解它的管理机构，有了这样的知识，股票和股票基金之间的关系就很清楚了，债券和债券基金的关系也不是难事。很多中国的投资人在2005~2007年纷纷从“股民”变成“基民”，2008年又纷纷在后悔和愤怒中退出，这其中的主要原因是人们刚开始把基金当做和股票完全不同的、一种全新的投资工具，以为风险小、回报高，这是不合理的，基金的风险无非是股票或者债券投资组合的风险，基金的回报也无非是股票或者债券投资组合的回报（减去基金公司的费用）。

鸡蛋和篮子：分散、分散、再分散

影响各种资产未来收益的因素不同，因此它们将来的价格走势不太一样，涨跌互现，一般来说，多持有几种资产，会减少投资风险，这也就是我们常说的不要把鸡蛋放在一个篮子里。20世纪50年代出现的投资组合理论的一个基本着眼点就是多元化：像撒胡椒面一样，这也来一点，那也来一点。这和之前的投资理论不同，之前人们更为看重如何去寻找将来表现更好的股票或者债券，而不太注意在整个投资组合里面各种证券之间的关系。这个理论成为整个投资管理中介和基金这种工具的基石。

我们前面说过，衡量一项投资或者一个金融工具的风险可以看它的波动性，但是这种波动性并不是非常确切的风险指标，因为你不用一个人去投资这个项目，你也不用把你所有的钱全部投进去。要看一个投资的风险，我们可以假定有很多人投资，每个人都拿出资产的一部分投到某个具

体的工具上，所以每个人都持有一个投资组合。在这样的条件下，要衡量一项投资的风险究竟如何，最好把它放在一个投资组合里面，然后看有它和没它的时候整个投资组合的风险和回报的变化，这样就可以看出这项新的投资对整个投资组合的贡献。有的投资貌似风险很大（比如垃圾债券），但是放在投资组合里面反倒会降低风险！这就是投资组合理论的一个全新的视点。

在投资理论里面有一个悖论：风险越高的基金，风险可能越低。换句话说，本身风险较高的基金，加入投资组合以后可能反而会降低投资组合的整体风险。哪些基金风险高呢？一般来说是小公司股票的基金、自然资源类公司的基金等，它们的价格起伏很大。但是把它们放进投资组合里面却很可能会减少整个投资组合的波动。为什么呢？因为这类基金很多时候和大市逆势而动，也就是说，它们和大市的关联系数是负数。所以，要想有个平稳的投资组合，可以考虑来些具有风险的东西！当然，前提条件是绝大部分的钱已经投在比较多元化的投资组合里面了。

在谈及金融这个话题时，关联系数（也称相关系数）这个概念经常被提起，它是什么东西呢？两种金融投资将来的回报有可能比较类似（福特汽车股票和通用汽车股票），有可能毫不相干（中国石油和雀巢咖啡），也有可能背道而驰（亨得利羽绒服和春风空调）。关联系数就是反映两种变量的关联性的一种指标：完全相关，就是1；完全不相关，就是0；完全相反，就是-1，其他各种情况，介于-1和1之间，它可以通过过去的回报来估算。我们前面说过的另一个风险指标贝塔系数其实也是基于关联系数计算出来的。

投资组合理论和实践可以说就是想利用各种金融投资之间不同的相关性来构造出回报相同时，风险最低的或者风险相同时回报最高的投资组合。这里面没有明说但是影射到的一句话就是：要分散投资，让投资变成一个多元化的投资组合，而不是孤注一掷的一锤子买卖。分散到什么程度就算分散好了呢？投资组合理论没有具体答案，但是给出了几条线索，大致是说，你多元化到一定程度（二三十只股票吧），再多买别的、类似的股票所能得到的降低风险的好处就已经很小了；但是你可以加入其他的、完全不相关的资产类别，进一步多元化。其实投资组合理论最重要的应用不是它的结论，而是它的分析方法：如何估算各类资产的相关性，如何用简单的数学工具来计算成千上万不同种类的金融投资组合的预期风险和回报，如何调整各类资产的分配，如何估算投资组合的风险和预期回报，如何通过对资产配置的调整和证券选择的调整来达到某个特定的目的，等等。

在实际中人们的投资组合是不是都已经是足够分散，将所谓的非系统性风险（噪声一般、没有规律的风险）基本消除呢？当然不是。大多数人购买的股票投资组合分散都不够，集中在一些大家都知道的股票上面。但是大的公司、知名的股票中包含的很多风险其实都比较类同，所以多买几种大公司的股票降低风险的成效是有限的。为什么人们不去花些工夫实行多元化呢？原因在于：第一，人们一般不太了解不太出名的股票；第二，要去了解，比较花时间，成本比较高。

其实多元化最好的方法之一是购买指数基金，但是指数基金购买的人数也不多。其中有一个问题：销售指数基金的回扣很低，所以中介都不太愿意推销这种产品，我们后面回过头来专门看指数基金。

资产定价理论和实践

我们说过，各种金融投资都有风险，通过多元化可以降低这种风险。换言之，每种投资的风险可以分成两部分，一部分是可以通过多元化降低的，另一部分是多元化也降低不了的，前一部分的风险叫非系统性风险，后一部分则叫系统性风险。大致来说，后一部分就是大市的风险，只要投资，就会有这种风险，前一种是每种投资工具本身特有的因素造成的风险。因为前一种风险可以通过多元化消除，所以那种风险是没有回报的，只有系统性风险才能得到超额回报。究竟能得到多少呢？某种投资的实际回报多于无风险回报的那一部分叫做风险溢价，如果我们知道大市的预期风险溢价是多少，又知道这个投资的贝塔系数，我们就可以计算出它的风险溢价，同时算出它的预期回报。这就是（大刀阔斧地简化之后的）风险资产定价理论，是夏普、林特拿、特里诺诃莫辛于20世纪60年代在前面所说的投资组合理论上发展起来的。

资本市场定价理论的好处在于把任何资产的定价和同一个风险因素挂钩，所以从理论的角度上讲它很干净、很漂亮，不好之处是，它无法全面解释资本市场上复杂的关系。后来发展的另一个理论是套利定价理论，针对的就是这个不足。套利定价理论把任何一种资产的定价和一系列因素相关联，这其中包括与经济相关的因素，比如经济增长、利率或者汇率；与市场相关的因素，比如投资人的乐观程度、最近股价的变动趋势；与公司相关的因素，比如红利率、盈利变化、并购行为；等等。有人做过调查，股价变动只有30%能得到与经济相关或者与公司相关的因素的解释，剩下的有许多都是投资人互相透风、以讹传讹的结果，完全是噪音。所以说这

个看似漂亮的理论在现实投资中的应用价值也有限。

我们前面说过，估算股票价格或者公司价值的一种方法是现金贴现法，这种方法需要使用一个贴现率，资产定价理论的一个应用是估算股票估值或者公司估值时需要的贴现率。

基金、基金公司和基金经理

基金笼统地说是一些投资人把各自资金合并起来，交给专业的投资管理人来按照事先定好的投资理念、投资策略和投资方法进行投资的集体投资工具。基金可以做成股份公司的形式，投资人可以通过购买或者赎回这个股份公司的股票来参与或退出该基金的投资。当然，基金也不一定是股份公司的形式，可以有其他种类，比如契约式。契约式基金由一个基金合同来约定投资人和基金管理人的关系，基金的资产是管理人受投资人的委托来管理的。

大部分的基金是投资有价证券的。这类基金常见的有共同基金和对冲基金两大类。共同基金就是我们平常可以购买赎回的那种，一般这类基金都受到各国严格的监管，可以在哪里卖、卖给谁、能做什么样的广告等，都有规定。这类基金可能用来买股票，或者债券，或者两者兼备。共同基金的回报与大市的走势紧密相关，共同基金一般不可以采取杠杆操作，不可以沽空，这类基金也叫传统资产管理。而所有不是共同基金的、投资有价证券的基金都可以大略称为对冲基金，对冲基金一般所受的监管限制要小很多，但是它们一般也不可以卖给普通的投资者。正是因为对冲基金受的限制小，所以它们其中有一些也不仅仅是投资公众市场上的有价证券，

还有可能去投资上市公司的股份、房地产、不良债务等。对冲基金又叫另类资产管理，也叫绝对回报投资，另类是说它与传统资产管理不同，可以使用杠杆，可以沽空；绝对回报是说这类基金的回报不应该和大市直接相关：大市好的时候它们应该赚钱，大市不好的时候它们也应该赚钱。所以传统的资产管理业务也得到一个新的名字：相对回报投资，意思是它们的回报是相对于一些代表大市表现的指数的。

另外有很多种特别类型的基金投资一些专门的资产，而不是有价证券。比如最近几年大家说的比较多的私募基金，它们集中了投资人的钱拿去买卖整个公司；或者创业基金，它们专门投资刚刚起步的新兴公司；或者房地产基金，专门投资不动产。很多这类基金过去都是专门服务大的机构和私人银行的客户，所以监管对它们的要求很松。但是有一些现在也向普通投资人开放，所受的监管就和共同基金类似。包括我们所说的对冲基金，有些也经过注册，可以向零售客户开放。

基金是一种金融工具，而基金公司则是一种金融中介，虽说后者有时候也被称做基金。基金一般是一个法律实体，有的基金也在股票交易所交易，它的所有人是基金的投资人；基金公司也是法律实体，有的基金公司也是上市公司，它的所有人是基金公司的股东，常常是基金经理人。基金公司赚的钱来源于基金的管理费和基金赚钱以后的分成，这和基金赚的钱来路不完全一样。基金投资人有赚的时候也有赔的时候，基金管理人一般都是要收取管理费的。基金管理人和基金投资人之间也存在信息不对称的问题，投资者不能忘记这一点。

机构投资人

散户的钱集中在一起，变成基金，基金雇用基金公司来管理，基金公司这类的投资机构都叫机构投资人，其中包括共同基金公司、对冲基金公司，但是这里也包括保险公司的基金，国家的或者私人的养老金管理机构等。在西方许多国家，机构投资人主导各类金融市场的交易，机构投资人的发展也是非常迅速的。西方许多国家机构投资人所掌管的资金都超过该国国民生产总值的一倍以上，有的超过两倍（英、美、荷），可见它们的势力。

从总体平均来看，机构投资人的资产配置有1/3在股票上，40%在债券上，剩下的是林林总总的其他资产，比如借款、房地产、现金之类。最近几年越来越多的机构投资人也投资对冲基金、私募股权基金、商品及其他。

机构投资人里面最重要的就是共同基金，它们募集资金，然后按照已经公布的投资策略购买金融工具。基金可以是开放式的，或者封闭式的，本质上没有什么区别，后者一般是为了达到特殊的目的，不太常见。基金管理公司每年要从它们所管理的基金那里（实际是从基金投资人那里——羊毛出在羊身上）收取一定的管理费。因为共同基金要从个人募集资金，所以共同基金在各国都受到相应的监管，以保护投资人的权益。

最近10年发展很快的基金类别是对冲基金，可以说所有受到监管的共同基金以外的各种基金都可以叫做对冲基金。由于受到的约束小，所以对冲基金可以根据市场机会灵活操作，做多做空，杠杆作业，它们的回报也许能好过普通的共同基金，但是目前还没有非常充分的证据来证明这一点。

保险公司掌握着机构投资人中间大约1/3的金融资产，所以很重要。在西方国家，许多人退休时政府会强制他们从保险公司购买“年金”，保险公司会把年金的保费投到金融市场上。自然，许多寿险合同的保费也是投在金融市场上的。

养老金基金一般是由公司或者政府撑腰的，它们管理公司或者国家的养老金。最近十几年，各国都在推行养老金的个人账户，这些账户有些由共同基金管理公司管理，有些由专门的养老金基金公司管理，它们中间的界限也开始不太明显了。

投资活动的国际化

金融市场在国际化，机构投资人也在国际化，它们所管理的基金也在国际化。很多大的机构投资人都是全球银行集团的一个附属部门，这些机构在全球各大金融中心都有销售、客户服务和投资管理人员，这样它们既可以享受到规模经济的益处，又可以向客户提供一站式的投资管理服务。这样的机构可以在任何一个国家、在监管允许的条件下同时推出全球各地的基金，满足客户的需要，它在某个国家的投资人员管理的资产又来自于它在全球各地的销售人员融得的投资人的资金。在过去20年，很多曾经独立的机构投资公司都纷纷被大银行买走，变成一个大机器的一部分。

全球债券基金更是国际化的、多元化的，这些债券基金里面的外汇风险可以用很标准的外汇重置方式去掉。

共同基金的种类

首先，按照投资的金融资产类型来分，共同基金可以分成：债券基金、股票基金和平衡型基金，后者就是既投股票又投债券的基金。债券基金里面包括货币市场基金和普通债券基金，但是也有人把货币市场基金专门另列的，因为货币市场基金受到的监管和其他各种基金不同，接近于银行的存款所受到的监管（和保护）。专门投资可转换债券的基金就叫可转换债券基金，但是有时候可转换债券投资是被包含在股票或者债券基金里面的。

股票基金按照投资理念分类常见有以下几种：

·价值基金。这类基金投资市盈率比较低、市净率也比较低的股票，也就是说，投资不是大众都追捧的那类股票，期待丑小鸭变成白天鹅。

·成长基金。这类基金投资快速成长的公司，比如高科技、医药等行业的股票。这类股票的特点是低红利和高风险（贝塔系数较高）。

·收入基金。这类基金投资红利率比较高的公司，一般是公共设施、烟草等行业的股票。这样投资者可以收取每年的红利，又可以享受到潜在资本升值的好处。

·成长收入基金。寻求成长和收入的平衡。

基金按照管理的方式可以分成被动型基金和主动型基金。主动型的基金管理人积极调整基金的投资组合和买卖各种证券，力求达到能够多赚钱的目的。被动型的基金管理人按照事先说好的某个参照标准（通常是指数）被动地调整基金的投资组合，使其能够尽可能和参照标准一样或者类似。这类基金也通常叫做指数基金或者追踪指数基金。美国大概50%的基

金是被动型的，其中主要是养老金基金；但是英国则只有15%。被动型的基金是过去增长最快的共同基金类型，这个问题很重要，我们在本章稍后再探讨。

全球基金管理人很多都聚集在几个最大的中心，其中包括纽约、波士顿、伦敦、东京、旧金山和洛杉矶。这里一般也聚集着其他各类金融公司，尤其是竞争对手和投资银行（券商），所以消息应该比较灵通，获取各种服务也比较方便。但是也有为数不少、规模很大的基金，比如股神沃伦·巴菲特的伯克希尔-哈撒韦公司，总部并不在这几个金融中心，而在美国一个中等城市奥马哈，据说巴菲特是专门为了避开金融邻居的“负面影响”。

全球共同基金的总数从20世纪60年代的微不足道到2007年的6万多个，管理的资产总额在2007年末为26万亿美元，而2000年末的资产总额为不到12万亿美元。美国家庭购买共同基金的比例从20世纪80年代的5%上升到20世纪90年代末的40%左右，2007年末这个比例更是超过50%。

主动型基金赚钱吗

现在大家基本认同的一个答案是：不赚钱。

我们要先来看看共同基金赚钱究竟是什么含义。绝大部分的共同基金都会公布一个参照标准，比如投资中国股票的基金，参照标准有可能是上海A股指数，投资美国投资级别以上债券的基金，参照标准有可能是摩根大通银行公布的美国债券指数，等等。共同基金赚不赚钱，取决于两个因素：一是它的参照标准赚不赚钱，二是它相对于参照标准赚不赚钱：如果

这一年上海A股指数上涨20%，基金相对于上海A股指数又多出5%，那么基金的净回报就是25%。其中，一般认为5%是基金管理公司的功劳，20%是大市的起落，与基金管理公司无关。所以在共同基金这个行业，一般看表现的时候都看相对表现，看基金管理公司有没有跑赢大市。

如果问所有共同基金平均能不能跑赢大市，全世界许多国家的研究数据都显示：不能。它们的平均表现要比大市差。如果在大市上交易的只是机构投资人，那么相对于大市，它们的平均投资回报应该是零：一笔交易赚的钱就是交易对手赔的钱。但是基金公司要收取各种管理费用，所以平均的相对投资回报应该是负的管理费用。当然在市场上交易的还有散户，但是从国外的长期数据来看并没有确凿的证据显示机构投资者在和散户的零和博弈中从散户那里拿到了钱。出于种种原因中国前几年的情况是散户吃亏。

基金的总回报能不能赚钱呢？我们说，不管是股票还是债券，长期投资都能够为投资人带来超过无风险回报的超额回报，所以基金的总回报在长期来说是赚钱的，但是这不能算是基金管理人的功劳。投资人要想赚到这部分钱，其实大可不必去赌博自己选到的基金管理人能不能跑赢大市，最简单最便宜的办法是投资下面所说的指数基金。

《金融时报》　　（2009.02.03，Lex专栏，12版）

被动式进取

【梗概】最近几个月，投资者投入指数基金和交易所交易基金的份额大幅提高。这些基金不需要对未来做出判断，只是被动追踪股票或者债券

的指数。人们对于那些专业投资人士的天才技能所抱有的信心一落千丈。标准普尔的一系列研究报告表明，投资者如果想得到长期的贴合大市的回报，一方面要广撒网，另一方面要严格控制基金管理费用。2008年6月之前的5年中，70%的积极型的大公司股票基金都没有跑赢标准普尔500指数，专门投中等公司和小公司股票的基金相对于相关指数则更差。投资指数基金，投资者得不到最好的表现，但是也得不到最差的，他们也不用担心基金公司的各种变化。而且，管理费用只有积极型基金的1/3。

但是，这个潮流不会持久。目前的熊市过去以后，投资人就会重新认为他们能找到下一个明星基金，又会把钱投到那些积极型基金里面去的。

指数基金和交易所买卖基金

指数基金顾名思义就是回报追随某个指数的基金，有时候它们也叫追踪基金。比如英国金融时报100指数的指数基金回报应该和金融时报指数的回报相若。指数基金绝大部分是被动的，也就是说，基金公司只要保证指数基金的投资组合和指数所代表的投资组合大致相当，那么指数基金的回报就应该和指数的回报基本相似。这个工作很容易做，用一部电脑就可以完成，不用雇用工资很高的基金管理人，也不用聘请证券研究团队，所以指数基金的成本非常低廉。一般主动基金的管理费和其他费用在每年1%~2.5%之间，有的更高，而指数基金的管理费则在0.15%~0.50%之间。很多研究资料表明，投资主动基金的平均回报是指数基金的回报减去主动基金平均管理费，所以，还不如投资指数基金。正是因为这个原因，各类指数基金在全球各地都发展迅速。指数基金可以是股票的、债券的、平衡的、单一国家的、全球的、某个行业的、商品的，等等。

与指数基金紧密相关的一个基金类别是交易所买卖基金，这类基金可以在交易所像股票一样自由买卖，突破了一般的基金一天才能一次认购或者赎回的限制，更加适合某些投资人的要求。交易所买卖基金很大部分都是追随指数，因为这样便于投资者随时计算基金的起落，进行买卖。换句话说，交易所买卖基金大部分都是指数基金。相对于指数基金，交易所买卖基金更为方便，而且可以沽空，成为机构投资人风险管理的工具，所以它的发展在各国都很迅速，据估计，2008年已经有大约1万亿美元的资金（0.1倍美国，0.3倍中国）投在这类基金里面。与中国相关的金融时报/新华中国A50指数基金2007年每天的平均交易量是2000万股左右，2008年增加到了每天1亿~2亿股。2008年在一次美国投资人员的调查中，有67%的专业人士认为交易所买卖基金是过去20年中最重要的金融新产品，60%的人说他们的投资方式因为有了这类基金而改变。在美国的证券交易所，交易所买卖基金的交易量可以占整个交易量的1/3左右。它的管理成本大约是每年0.30%~0.75%。

共同基金的监管

一般各国都是通过证券行业的监管部门来对共同基金的管理公司和它们所管理的各种基金进行监管，其中包括各种基金公司和基金在监管部门的注册和审批，并且及时向外界披露各种信息。一般来说，所有的基金都必须向外界免费提供基金的招募说明书和定期的股东报告，其中招募说明书要披露基金的投资理念、投资范围、收费、风险控制措施等，还要给出认购和赎回的具体步骤，而定期的股东报告则要披露基金的最新表现和资产、现金状况等。很多国家的基金还会每年给投资人提供税务的资料，供

投资人报税时使用。金融危机后，各国监管部门都已经或者就准备要加强对基金风险披露方面的监管。

对冲基金

（部分段落原发于《证券市场周刊》2004年9月。）

对冲基金是过去10年间金融行业最引人注目的现象之一。它从无到有到成为机构投资者中一支非同小可的生力军，前后不过是十几年的事。2001年大概有4000~6000只对冲基金，管理4000亿美元的资产。通过杠杆机制控制大约1万亿美元（0.1倍美国，0.3倍中国）的总资产。专门投资亚洲的大约为300~400只。目前对冲基金的资产以每年20%的平均速度上升，许多投资银行都纷纷设立了专门为对冲基金服务的部门，现在海外连一些过去以保守而著称的养老基金也开始拿出一部分资产（一般是5%左右）交给对冲基金来管理。

对冲基金实际上包括所有不属于传统投资基金的集体投资方式。中国目前的各种基金，不管是开放式或封闭式都属于传统投资基金。传统投资基金一般来说只能买多不能卖空；不可以使用杠杆机制（即不能在只有1元钱的条件下通过抵押借债等方式买2元钱的股票）；不使用（或很少使用）金融衍生工具；其投资方式和所持头寸很可能会受到监管当局的限制并有一定的披露要求。对冲基金恰好相反，它可以卖空、使用杠杆、使用金融衍生工具，投资方式和所持头寸基本不受限制，亦不需要披露。对冲基金的投资可以是股票、外汇、债券、期货，其他金融衍生工具等。它是一种非公开的集体投资方式，投资人一般是对市场比较了解、有一定资产

的投资人。美国1940年的投资法豁免对不公开筹资、少于一定数目投资人的基金的监管。因此，对冲基金不可以登广告，也不可以向公众分发宣传材料。

对冲基金种类非常多，有各种不同的分类方法。主要有：股票对冲型、事件型、可转债套利型（相对价值套利）、宏观型和卖空型。

股票对冲型是最常见的对冲基金种类。它一般同时买入和卖出两只相似的股票或投资组合，比如买入百事可乐，卖出可口可乐（可口可乐的股票是借来的）。这样一来，大盘的走势就对这个投资组合的影响不大，因为这两只股票对大盘的反应比较类似。一多一空，正好抵消（亦即“对冲”）。事件型基金主要专注于有可能并购的公司。一般来说，甲公司收购乙公司，通常甲公司的股票会下跌，而乙公司的股票会上涨。事件型基金通常会买入乙公司，卖出甲公司。如果并购失败，买入乙公司，卖出甲公司的基金就可能大赔一笔。宏观型的对冲基金根据对全球或某些国家、地区的宏观经济形势的分析预测决定头寸。索罗斯的对冲基金就属于宏观型。这类基金关注的问题是宏观经济走势、中央银行的利率决策和资本流向。可转债套利型基金寻找可转债与其相对应的股票和债券之间的价差。投机人可以买入可转债,然后卖空相关联的股票和债券，这样做的主要目的是回避股价涨落的风险,锁定可转债中所含的股票期权的价差。

对冲基金的管理人过去都是传统基金管理人，或是投资银行自有资金交易人。对冲基金管理人的报酬与共同基金不同，除了每年按资产总额收取固定的管理费（一般是2%）之外，他们一般会另外收取当年净收益的20%左右。许多研究人员认为这是对冲基金表现优于传统基金的一个重要

因素——管理人员的回报与他们的业绩直接挂钩。对冲基金机构一般都比较小，十几个人是常见的，少有大投资机构的官僚作风，这也是为什么这几年大批人员流入的一个主要原因。

这几年出现了对冲基金的基金，这类基金把钱投到各种对冲基金里去。它的卖点是由专业人员从大大小小的基金里选出最优秀的，不好之处是：投资人除了要负担对冲基金管理人的费用，还要负担对冲基金的基金管理人费用。

对冲基金前两年已经出现潜在危机的几个征兆：总规模已经太大，造成投机机会的匮乏；流动性出现困难,对冲基金想要快速买入、卖出会有可能引起价格大幅度的波动，从而冲销投机回报；各类对冲基金所使用的杠杆普遍抬高，风险也随之提高；一些对冲基金资金来源已开始出现问题。过去的金融危机中，大部分对冲基金没有赚钱，不少对冲基金已经关门了。

《金融时报》　　（2009.1.9，13版）

1500亿美元撤出对冲基金

12月份创纪录赎回；整个行业资产一年中减半

【梗概】……这个过去获利丰厚的行业的资产降到了1万亿美元（0.1倍美国，0.3倍中国）。去年81%的对冲基金潜水，这个行业往年的收入有2/3来源于表现提成，2008年什么都提不到……2008年对冲基金平均赔了21.7%，要比标准普尔股票指数的37%赔得少，但是远远低于过去10年里面对冲基金年平均回报10%的纪录。

近几年，一些对冲基金已经开始专门从事中国股票的投资，它们的投资对象大都是在中国香港的H股和红筹股。许多较大的股票都可以卖空，也有各种股票或股票指数的期货和期权供对冲基金调遣。随着中国股市的开放和进一步发展，包括金融衍生工具的发展和股票卖空法规的制定，对冲基金在中国的发展和壮大将是理所当然的事。正像过去国内许多人认为共同基金是一种旱涝保收的奇妙投资工具，海外的许多人也认为对冲基金是一种旱涝保收的奇妙投资工具。这样的好事当然是不存在的。也许等到对冲基金在国内发展起来的时候，全球的对冲基金的盛宴已散席。这会是件好事吧，对冲基金作为一盘菜似乎是个好主意，如果每盘菜都是对冲基金，这个宴席也许并不会很吸引人。

私募股权基金

私募股权是一种股权，一般是尚未上市的公司的股权，它是最近10年进入金融投资主流的一种新的金融工具。私募股权基金一般会通过私下募集的方式来募集各种个人和机构投资人的资金，然后拿这些钱，外加从银行借的钱以提高杠杆，去购买许多尚未上市的公司的控股股权，或者购买上市公司的控股股权，然后强行收购公司，使其成为非上市公司。控制了这些公司之后，私募股权基金会采取一系列的措施来提高公司的盈利能力，其中包括通过借贷来提高公司的杠杆，增加股东收益（和风险）；或者出售公司的资产（比如不动产）套现，这种方法尤其是在股票市场没有正确地评估公司资产的情况下比较适用；或者更换公司的领导层，或者营运模式；等等。也可以各种方法并用。经过几番整治之后，私募基金一般会在3~5年内将公司脱手：或者首发上市，或者找到新的买家。

最近10年私募股权基金发展迅速，有人说是因为全球过松的货币政策为它们大规模借债、提高杠杆提供了便利条件。它们募集到基金的数额越来越大，所收购公司的规模也越来越大。2008年的金融危机也是这个势头大规模逆转的开始。

创业基金

创业基金也叫创投基金。这类基金其实和私募股权基金很类似，但是它们专门给新的公司投资，成为新公司的股东。被投资的公司一般还没有上市，所以创业基金和一般的共同基金不同，后者只投已经上市的公司的股票。创业基金会积极参与公司的战略制定、经理层的遴选，甚至日常营运。一般创业基金都会在投资几年之后退出，它们要么在公司上市之间或者之后在公共市场上出售股份，要么通过私下交易的手段将它们的股份出售给其他投资人。这类基金在美国有很长的历史，运作也很市场化，在其他市场的成长是最近10年的事情，它们在创新行业尤其活跃，比如电子科技行业和可再生能源行业。

保险基金

保险行业我们在第10章再做介绍，这里先提一下保险行业作为机构资金管理中介的角色。保险行业的收入来源于保费，保险里面的许多种人寿保险其实可以看做一种储蓄的行为：保险公司收取投保人定期的保费，在将来一定的时间或者条件下，保险公司付给投保人或者他们的受益人一笔钱或者固定的收入，这和零存整取的储蓄是非常类似的。最近20年，许多保险公司推出的新产品，更是把保险和投资、储蓄的界限混淆起来，所

以，保险公司在很多情况下也同时像一个基金公司。另外，在西方许多国家，国家强制退休人员在退休时必须要拿出在工作期间储蓄的养老金的相当一部分购买年金（很多人把公司每年强制拿出来的、作为养老金储蓄的那部分工资叫“年金”，其实那还不是完全意义上的年金，只是养老金储蓄。年金是一种保险产品，一般由退休人员在即将退休的时候购买，在很多国家，国家强制个人购买个人养老金储蓄一定比例的年金。），这更使保险公司要同时成为一个投资管理公司。退休人员购买了年金后交付一笔款项给保险公司，然后保险公司每月给退休人员支付固定收入，直到他去世。这使保险公司手里掌握了大量的资金，同时肩上有今后几十年的潜在负债，它们的投资动向对各类资产价格的影响甚大。

保险公司的投资管理所受的监管和许多共同基金及商业银行所受的监管不同，很多人认为保险公司的监管过弱，使得许多高风险的资产最后流到保险公司的账上，这次金融危机中美国国际集团事件多少为这种说法提供了一些依据。

养老基金

养老基金是最近30年来增长很快的一个行业，主要的原因是第二次世界大战后的生育高峰中出生的人现在快要到退休年龄，人们的预期寿命又在不断增加，虽说法定退休年龄在各国都在提高，但是人们的真正退休年龄在各国都在降低。

养老金主要有两种，一种叫界定利益计划，这种养老金规定退休人员在退休之后每个月领取的养老金是他在临退休时的一年或者前几年的平均

工资的一个百分比，这个百分比取决于退休人员的工作年限。很明显，如果钱不够的话，退休人员的雇主或者国家必须负担起其中的差额。所以，这种养老金的风险在于雇主或者国家。第二次世界大战以后，大部分的养老金都是这种形式。但是当年没有什么问题，第一，因为工作的都是年轻人，领取养老金的人并不多，交进来的钱多于付出去的钱；第二，股票市场在第二次世界大战之后基本上呈上升趋势，所以回报也没有问题。但是现在这两个原因都有了变化，工作人口老化，入不敷出；股市的表现在过去的20年大起大落，常常使雇主捉襟见肘。所以，在过去的10年中，越来越多的养老金变成了界定供款计划，意思是说，每个退休人员一辈子存在养老金里面的钱和这些钱下的钱就是退休人员的养老金。如果存得多，回报高，那么退休的时候每个月的养老金就高；存得少，回报低，那么就喝凉水。低也是你自己的责任，与雇主或者国家没有关系。所以，这种养老金的风险在于个人。许多个人都对金融了解不多，要么对自己的养老金置若罔闻，要么把养老金的管理当做短期的倒买倒卖，这两种做法都有可能给个人造成严重后果。本书的一个目的就是要让不在金融行业工作的人对金融有个比较全面的了解，希望了解之后的一个好处是，你能对自己的养老金做出比较合理的管理。

养老金还可以按照来源分为私人养老金和国家养老金两种。私人养老金是由雇主和个人出钱成立的，国家养老金有时候也叫社会保险，是由国家通过赋税或者其他途径来集资的。美国的社会保险基金在1985年不到500亿美元资产，1997年的资产超过6500亿美元。西方发达国家养老金行业的资产相对于国民生产总值的差别很大，主要取决于国家是不是有强制的养老金制度和国民养老金账户的做实程度。比例较高的国家是荷兰、瑞

士和美国，都超过或者接近100%，比较低的是德国、意大利和法国，大部分低于10%。

《金融时报》　　（2009.1.8，5版）

经济合作发展组织认为亚洲养老金体系面临风险

【梗概】根据经济合作发展组织的最新报告，亚洲各国养老金对于未来20年的人口老化准备严重不足，如果不尽快采取行动，可能会重犯西欧和北美一些国家犯过的错误，甚至更为严重，因为后者的人口老化过程是一个世纪，而亚洲则会在二三十年内完成。

养老金的投资品种一般主要是股票（养老金平均股票持有量一般超过50%）、政府债券和其他一些产品。最近五六年里，股票和债券的回报都欠佳，许多养老金现在也拿出一部分资金，投到房地产、对冲基金、私募股权基金和商品基金中。由于养老金管理行业的资金量惊人，它们投资什么会对市场造成很大的影响。同时，一些养老金现在在公司每年的股东大会上积极参与股东投票表决（过去绝大部分机构投资人一般都是投弃权票，现在仍然有相当多的机构投资人还是这样），从而影响或者改变公司的经营战略，也就是我们提过的股东争取权益运动。

养老金的监管在许多国家都是滞后于其他金融行业的监管，但是随着这个行业管理的资产的增加，以及这个行业对于社会稳定的直接影响（还要提到西方国家大选时候老年人选票的重要性），各种法规措施相继出台，监管逐渐规范化。

主权基金

主权基金我们在论及中央银行如何赚钱的时候提过了，它指的是由国家出面拿钱、按照基金管理模式运作的大型基金，钱的来源可以是政府盈余、外汇储备、国家出售石油后的收入等，比较有名的主权基金包括（阿联酋的）阿布达比投资署、挪威政府养老基金、新加坡的淡马锡控股公司和新加坡政府投资公司、中国投资公司等。2007年末的估计数字是这些主权基金的总资产额为33万亿美元（2.4倍美国，9.6倍中国），成为金融市场上一支不可忽视的力量。金融危机刚刚开始的时候很多主权基金慷慨解囊，入股出现问题的银行。但是随着危机的加剧，很多主权基金慢慢采取了更为保守的投资策略。

《南华早报》　　（2009.1.12，B2版）

中投重新考虑投资战略，资金闲置

中国内地的2000亿美元规模的中国投资公司进退两难。全球金融体系的恶化使基金停止了海外投资的步伐，目前手头持有现金。但是基金的财务状况不容乐观，中投必须每天收益3亿人民币才能够支付它的2000亿美元本金的利息。

基金如何赚钱

我们前面已经说过，总体来说，积极管理的基金不赚钱。这些基金的表现平均来说和大市的表现相类似，如果把大市的表现减去基金管理的费用，那么它们就基本上完全一样了。所以投资积极管理的基金平均来说要

比大市差。

当然这只是平均，基金表现的差别很大，是不是选到好的基金经理就可以得到比大市好的超额回报呢？因为好的基金管理人凭的是技能，而差的基金管理人完全凭的是运气。可惜，目前已有的研究结果并不是很乐观：很难根据基金过去的表现来判断基金未来的表现如何。换句话说，运气的可能性远高于技能。很多人都读过沃伦·巴菲特或者彼得·林奇的关于投资的书籍，如果你过去是他们管理的基金的投资人，那你就会对上面有关运气和技能的研究结果不以为然。但是，全世界从事投资工作的人千千万万，即便有凤毛麟角的几个能持续打败大市，这也和统计结果不矛盾，因为林子大了什么样的鸟都有，上面的结论是关于大部分鸟的。还有一点值得一提：20世纪80年代和90年代初还有一些研究表明，过去表现好的基金经理将来的表现一般也会好一些，可是20世纪90年代末期到现在，这个现象也基本上消失了。换句话说，现在绝大部分的基金经理如果打败大市的话靠的是运气。当然这些结论都是根据共同基金的表现研究出来的，新的基金类别，包括对冲基金、私募股权基金等是不是有不同的结果，目前还没有定论。

基金的成本各国不同，一般来说，积极管理的股票基金的年平均成本为1.2%~2.5%，平均1.5%，债券基金的年平均成本是1.2%。但是有的基金还会收取认购费（一般5%，但是不等）和赎回费（不等），所以真正的年成本可能还要高一些。基金管理公司一般会把认购费和赎回费中的一部分交给代销商（银行或者券商等），所以如果你通过比较便宜的途径，比如网上购买，可以省下其中的一部分或者全部。而指数基金的年成本一般是在0.3%~0.75%之间，指数基金有的也有认购费和赎回费，但是比较

少见而且金额也比较低。这些钱是基金管理行业每年从投资人手里拿走的，你的基金投资长期表现如何，这个数字的大小是非常关键的。所以，投资基金赚钱的一个重要方面是不要被基金的成本吃掉！

但也不能因噎废食，因为基金为投资者提供了一个方便、有效的进行多元化投资的渠道。最近10年，基金行业里发展最快的一个部类是指数基金，很多金融业内人士都使用指数基金来作为个人投资的主要手段，还需要我们提供其他证据吗？

10　保险业

历史沿革和市场概况

保险业在西方发达国家是很重要的行业，20世纪末，美国每150人中就有一个人在保险行业就业，如果算就业人口，每67个人中就有一个人在保险行业就业。保险业的就业总人数在过去40年间一直处于上升趋势，最近几年开始持平，主要原因是电脑的普遍使用和来自其他行业（商业银行）的竞争。

保险的原理其实很简单，就是分散风险，防备万一。如果真有了“万一”，那时候你可能需要钱。所以，你就平常留出一点儿预备着，就像中国古代的那个笑话，卖油人的老婆每天偷舀出一小勺油，等到年底揭不开锅了拿出来卖掉；后来被卖皇历的那个人的老婆也学去了。但是这里面有一个问题：预留出来的那部分钱是不太好拿出去投资的，因为谁也说不好“万一”到底何时到来，所以这部分钱最好是留成现金，或者是最容易变现的有价证券，因此它的回报不会很好。而且，人们总是会担心留出的钱到底够不够。保险业就是解决这两个问题的。通过把许多人的钱混起来，这样就能把相当一部分钱投到风险比较大但是回报比较高的资产上。混起来的另外一个好处就是能取长补短，应付更大的“万一”，这样人们的担心就会小一些。

保险业的信息不对称的问题更严重。其实，许多关于信息不对称的研究最初都是从研究保险开始的。首先是逆向选择的问题，拿医疗保险来说

吧，一般身体不好的人才有可能去买保险，而身体好的人则可能不买保险，如果保险公司用所有人的平均患病的概率来计算医疗保险的保费，那么保险公司就很有可能赔钱。然后是道德风险的问题，有医疗保险的人，可能就不会积极锻炼身体，预防疾病，得病的可能性也会相应增加。保险公司也会有很多招术来应对这些情况，比方对于逆向选择的问题，保险公司也需要看投保人过去的病例，或者要求投保人做身体检查，如果身体不好，那就相应提高保费。对于道德风险的问题，保险公司可以设置免赔额，让投保人支付一定的费用。但是各种措施也不能完全解决各种信息不对称的问题。

保险主要分成两种，一种是人寿保险，一种是财产和意外保险。

最简单的寿险就是投保人去世后给投保人指定的受益人一笔或者多笔收入，当然现在的寿险花样繁多，许多都会在投保人退休之后为投保人提供收入，实际上是寿险和储蓄的结合。寿险的保费和投保人的年龄、性别、平均寿命和一些其他因素相关（比如吸烟与否）。

财产和意外险保的是为车、船、房屋之类的投保人在遇有火灾、水灾之类的情况下的损失提供赔偿。一般保期比较短，保费经常变动。保费和出现各种灾害的可能性相关。比如车保，如果司机是个新手，那么他的保费就要高一些，因为新手出现事故的可能性一般较高。

保险业最大的市场是美、日、英、德和法。美国每年的保费超过1万亿美元，欧洲各国加起来也有七八千亿美元。其中不到一半是人寿保险的收入，但是每个国家的比例不同。保险业是一个周期性非常强的行业，取决于投资收入（也就是股市和债市的表现）以及大自然灾害的发生。

再保险和伦敦的劳合社

再保险，也就是一家保险公司把自己已经担保的风险转移到另外一家或者几家保险公司头上。这个市场是由大的专业再保险公司垄断的，尤其是两大巨头：慕尼黑再保险公司和瑞士再保险公司。这两家公司都有多年历史，有很多储备资金。它们经营的范围既包括灾难险，也包括人寿险。最近20年人寿险赔钱比较厉害，因为股市收入下降，利息也较低。最近几年有人觉得这个周期已经见底，巴菲特也开始进场，买了通用再保险公司的股份。

再保险行业里面，伦敦的劳合社不是最大的，但是最古老的，所以值得一提。伦敦的劳合社始于1688年，那时候有一个叫埃德华·劳埃德的人在伦敦开一家咖啡厅，其实说咖啡厅都是有些太现代的说法，很多商人、有船的人和船长到这里来喝咖啡，做交易。当时这些生意人都会开给别人各种财产保险单，他们拿了这些保险单据在劳埃德的咖啡厅交易，主要的目的是分散风险。后来劳合社就成为一个专门交易保险单据的地方，他们所做的交易叫再保险。因为单据已经是保险了，拿单据互相交易，所以叫再保险，说白了，就是保单的二级市场。在劳合社交易的那些人叫社员，但不是我们常说的那种戴草帽拿锄头的社员。社员现在大概有两三千人，但是最多的时候超过3万人，他们都以个人的财产来作担保，如果有索赔的话，他们所接受的索赔额是没有上限的。很多年中，这些一般都是有钱人的社员每年都坐收一笔保金，偶尔有些年份天灾多一些，但也是没什么大碍。最近20年天灾增多，这使许多社员都倾家荡产。20世纪90年代初，劳合社的损失数以百亿美元计，当时劳合社的主席说这是305年里面

年景最差的时候，社员的人数从3万减到了3000。从那时起，劳合社开始改组，允许公司来参与再保险，但是公司所接受的索赔额设有上限。同时设立了内部基金，允许多家共同担保。

虽说劳合社有许多问题，需要改革，但是它也有很多长处。劳合社历史悠久，在这个过程中积累了许多经验和技巧，所以它可以为许多很少见、很复杂的风险担保。另外，它有大量资产，包括现金资产，可以为保户提供一定的安全性。最后，它在全球60多个国家和地区都设有分支机构，方便客户。

寿险

寿险公司的基本产品一般包括：人寿保险、残疾保险、年金和医疗保险。

年金的基本概念是你首先付一笔钱，保险公司保证在你的有生之年每年付一定的收入给你。如果你长命百岁，保险公司赔钱，如果你不幸没有活到平均寿命，保险公司赚钱。这也是一种风险转嫁，因为每个人活多长对这个人来说是很大的风险，如果活得太久了虽说是好事但是可能缺乏足够的生活费用。有了年金，这种风险就转嫁给了寿险公司，寿险公司如果有很多客户，有的会活得比平均水平长很多年，有的会短很多，所以总体来看风险会小很多。

这里还有一个小小的统计学的理论，叫“大数原理”，大致是说，人越多，人们能活多久的分布越接近所谓的正态分布，活得很短或者活得很长的人都越来越少，大部分人的寿命都集中在一个不太宽的区间内。寿险公

司虽说没有办法去研究每个投保的人的阳寿，但是它们可以比较精确地研究出来这个不太宽的区间在哪里。这也是一门学问，叫精算。

寿险公司的资产负债问题是最近几年讲的比较多的问题。在很多国家，退休之后国家会强制退休人员用他所存的养老金的相当一部分来购买年金（强制的原因是为了防范道德风险，因为老了之后没有钱的话政府是不能袖手旁观的），所以寿险公司的规模是很大的，而且和养老金紧密相关。寿险公司的资产来源一方面是投保人的保费，另一方面就是养老金转而购买年金的部分，这两部分资产都是长期的。那么寿险公司的负债呢，就是将来要给所有投保人付出的支出。通过大数定理和大批精算师的辛勤劳动，寿险公司对将来的支出一般是心里有数，这种支出一般是长期的。所以，寿险公司的资产和负债都是比较长期的，这也是为什么寿险公司的投资一般是比较长期的：股票、长期债券，尤其是公司债券、不动产、按揭贷款，等等。但是最近十几年里面行业又有了新的趋势，很多寿险公司在把资产慢慢转到风险比较低的政府债券上，而降低股票的比例。这使许多国家的长期政府债券价格高居不下，因而长期利率偏低，也是大家常常说起的最近五六年里面货币环境过于宽松的原因之一吧。

寿险公司一般也提供医疗保险，当然在很多国家，医疗保险的主角还是政府。医疗保险业受逆向选择的影响很大，业界也有很多办法来处理。另外，随着人口的老化，平均寿命的提高，医疗保险在很多国家都越来越贵，成为一个社会问题。

财产险和意外险

财产险和意外险是最古老的保险形式，中世纪时就有了，起先是船商互相结伙，如果谁的船被海盗扣住或者沉船的话，大家给受损失的人赔偿。1666年的伦敦大火更使人们意识到保险的重要性。19世纪初，保险公司的资产超过商业银行的资产，保险公司当时是最重要的金融中介。

财产险和意外险的概念很简单，财产险就是如果你的财产因为失火、被偷、风灾、水灾等受损，保险公司负责赔偿。意外险（也叫责任险）保的是，如果别人的人身或者财产因为你的原因而受到损失。

财产险和意外险与人寿保险的主要区别有以下几个方面。

·财产险和意外险一般较短，大部分一年以内。

·财产险和意外险要保许多种风险，而人寿保险只保一种：生或者死。

·财产险和意外险的索赔额一般比较难以预先判断。所以财产险和意外险的资产都是比较短期的资产。

保险公司的监管

保险公司的监管在各国差别比较大，但是总的来说比商业银行的监管宽松。英国和日本的保险公司都和其他券商一样接受同一监管部门监管，德国、美国则另设监管保险的机构。监管的主要目的是确保保险公司在投资上是以稳妥为主，不去做高风险的投机活动；保证他们的资产高于他们的负债，这在寿险公司尤其是个比较难解决的问题；保证他们有足够的股东资本。另外，很多国家对保险公司的注册、保险公司从业人员的注册、考试、认证都有要求。

五六年前有好多家大银行都购买了保险公司，成立大的银行保险公司集团，当时银行业里面新的说法是银行业和保险业之间有许多相通的地方，它们各自的产品，过去是完全不同的，近年来也有许多交叉的地方，大家同在一个屋檐下应该会有很多好处。另外一点是，对保险公司的监管要比银行松许多，所以保险公司的资本成本要比银行低，通过保险公司去做一些银行的生意应该能为银行保险集团提供更高的利润。但是这个趋势并没有成为主流，当时买了保险公司的银行有的又和保险公司分道扬镳了，我想主要是因为这两个行业的差别还是太大的缘故吧。

保险产品的分销渠道

保险产品的分销渠道主要包括以下几个方面。

·固定的保险代理。这些代理人一般是自雇的而不是从保险公司那里得到固定工资。

·直接销售。

·通过独立的财务顾问。

·通过关联代理人，比如律师，房屋中介。

·通过中间商。

·电话销售。

保险公司管理的手段

前面说过了，保险公司面对的道德风险和逆向选择问题都很严重，所以各种手段也都是为了对付这些问题。

·筛选。保险公司要对你进行一些了解，看你是不是属于高危人群。

·随风险而浮动的保费。比如人寿保险，抽烟的人的保费要比不抽烟的人高。汽车保险，男人要比女人的保费高，过去有过出事记录的人的保费要比没有出过事的人高。

·加入限制性条款。比如很多保险都不会对投保人有意造成的损失（自杀也是一种有意的损失）赔偿。

·防止舞弊。保险公司一般都雇有类似侦探一样的人对有嫌疑的索赔申报进行调查。

·取消保险的权利。这样保险公司可以减少损失，也可以通过它来威胁投保人，使他们改变高危行为。

·免赔额。这也是保险公司降低道德风险的一大武器。因为出了事情，投保人也有损失，所以他们会当心一些。

·共同保险。就是说保险公司和投保人各自支付一定比例的索赔额。在中国的医疗保险中，以上两种措施都有使用，其他国家也有很多使用这两种手段的例子。

·给保额设上限。如果赔偿额没有上限，或者很高的话，也会给投保人带来道德风险的契机。

保险行业和金融行业

虽说前面提到的银行和保险业一体化的银保融通模式现在已经不被人看好，但是保险业和金融行业的交叉将来还是会越来越多：

·保险行业的资金在金融市场内投资。我们说过，这是一个资金实力非常雄厚的行业，而且，它们所投资的产品也越来越多元化。

·保险和储蓄功能相结合的产品的推广。

·保险和养老金行业的交叉和发展（主要是通过年金制度的普及）。

·保险业的各种风险通过证券化之后在金融市场上交易：比如已经出现的灾难债券，天气指数，以及目前还在探索阶段的人寿指数和人寿债券等。

保险如何赚钱

从金融的角度来看，保险行业赚钱主要是两条途径：通过合理投资使资产的回报增加，通过销售合理风险的产品和积极管理来降低负债方面的金融风险。资产投资赚钱是直截了当的事情，和其他金融市场的参与者的目的一致，“销售合理风险产品”是什么意思呢？许多国家保险公司在销售人寿保险的时候都会保证最低投资回报，尤其是在利率很高的时代。如果存款利率是5%，那么保证2%的最低投资回报看上去一点儿问题都没有。但是2008年底美国的利率降低到接近0，日本在很长一段时期的利率都接近0，要想达到最低投资回报，保险公司就不得不增加投资风险，或者拿

出盈余来支付最低回报。历史上很多保险公司都是因为这个原因而破产，但是在利率高的时候，因为竞争大家又会纷纷加上最低回报的保证。

保险行业另外一个赚钱的角度是可以尽量争取资产和负债的匹配。对于寿险公司来说，它们的负债是长期的、基本可以测算出来的付出，很多保险公司在最近六七年中大幅度提高长期债券的投资份额，而降低了股票的投资份额，这使很多保险公司在这场金融危机中躲过了风头。

《金融时报》　　（2009.1.3/4，9版）

受困的保险公司从过去汲取教训

2000~2003年的危机已经测试过该行业的承受力

据统计，全球寿险和财险公司的自有资本从2007年的2.2万亿美元（0.2倍美国，0.6倍中国），跌到2008年末的1.9万亿美元，股市如果继续向下将会使保险公司的资金进一步减少。但是保险公司最担心的却不是股票市场，而是公司债券市场，许多公司在2002~2003年将资产从股票转到了公司债券。很多人士担心如果经济萧条加剧，公司开始倒闭，那么很多债券的市值将会大跌，那将迫使保险公司降低红利，并且募集资金……许多保险公司可能将不再会做保证投资最低回报的生意，也将减少某些对它们来说风险过高的年金生意。

11　监管也是一种中介

金融市场运作监管

监管可以分为两类：法律监管和行业自律，各国的监管体系大都是两种类型的混合，但是美国的体系中法律监管的成分大一些，而英国的监管则更为注重行业自律。同时，英国体系的法律监管还更着重于“原则”而不是具体的条文。也就是说，在判定一个案件有没有触犯监管法令的时候主要是看案件的动机是不是针对法律所要防范的问题，而不是很细节地去抠案件的过程是不是违背了法令的哪一个具体条文。

金融监管最主要的功用是增加给投资人的信息，保证参与者得到公平对待，维护各方对金融体系和金融市场的信心。各种监管机构和法律法规有的是针对某一市场，有的是针对某类中介，有的是针对某种产品，正好是我们这本书的三大板块。我们说过，金融市场一个很重要的问题就是信息不对称，许多金融中介的出现就是为了解决这个问题，但是金融中介又带来了它们自己的问题，1929年的股市崩溃和随后的金融危机很多都源于信息不对称，美国的主要监管机构美国证券交易委员会就是在那次金融危机中诞生的。各国的监管设置不同，美国比较复杂，有很多机构，有的在全国范围行使权力，有的局限于州，这也是这次金融危机之后很多人提出应该改革的一个方面。很多国家的监管主要是分成两大部分：中央银行监管商业银行和其他接受储户存款的机构，其他各类中介由证券监管机构监管。有些国家的保险业有单独的监管机构，有的也由证券监管机构管理。最近10年中，有些国家进行监管改革，创建了一个高度集中的监管机构，

监管各类金融中介和工具。这也是针对金融市场和金融中介的变化：很多市场互相

交叉和渗透，很多新的产品跨几个过去不相干的领域，很多大的银行集团的生意涉及金融的各个领域。

监管的重要职责是：

·监督执行相关法律。

·要求融资的公司披露相关信息（这种要求通常是交易所指定的，可以看做行业自律的一种，但是很多国家也有相关法律要求）。

·监管各类金融中介（为它们发许可证）。

·打击市场操纵行为和内幕交易。

·保护投资者，调查各种问题。

首先，监管要对公司披露信息提出具体要求，使股东了解到关于公司的更多信息，并且防止公司造假。除了制定很具体的规定，监管还要对敢于以身试法的公司和个人严加棒打——市场和投资者会给表现好的公司以胡萝卜的。像倒闭的能源公司安然和曾经是美国第二大长途电话公司的世通，这些公司的高管明明知道公司的财务部门在制作财务报表时造假还鼓励或者默许，这样的行为正是监管部门要防止的。所以在网络泡沫破灭之后，监管当局提出新的要求，要求公司提供更加完备的信息，要求公司高管保证信息的准确性，也要求审计公司对审计的结果负责。

其次，监管要保证金融中介的合理运作。这包括要求各种中介注册和披露它们可以做的业务，并且限制它们从事其他的业务。对于跨行业、跨国经营的中介，要求它们有适当的防火墙。对于商业银行，监管提供存款保险并且限制恶性竞争。通过对资本充足率和准备金的监管和限制，保证商业银行有合理的杠杆，并且使整个经济的货币供应量保持在适当的水平，控制通货膨胀。最近二三十年的一个大趋势是放宽监管，减少对中介经营范围的限制。但是在这场金融危机之后，可能这个趋势又要倒回去。

有关商业银行、投资银行、保险和基金行业的监管我们在前文已经说过了，下面谈谈几个关于监管的其他话题。

内幕交易

20世纪80年代美国有一系列的内幕交易丑闻，许多交易员、银行家、律师甚至是报纸专栏作家锒铛入狱，这些人都是因为忍不住金钱的诱惑，利用他们工作之便得到的信息在证券市场牟利，或者在公司要发布坏消息之前抛售手中的公司股票。因为这些人可能会得到公众得不到的消息（信息不对称的一种），所以各国的监管法都力争防止这些人利用这类消息来为自己牟利，从而损害公众投资人的利益。防止内幕交易主要是为了公平，尤其是对于散户投资人。如果缺乏公平，那么投资者也不相信证券市场，公司也融不到资。哪些消息是内幕消息，哪些人是内幕人，各国法律都有不同的界定，但是有一点是相同的：内幕交易在很多国家都是刑事犯罪，通常处罚很重，以诫他人。另外，内幕人士其实不是完全不可以交易他们有内幕消息的证券，如果满足条件的话，他们也可以交易，但是通常内幕人士的交易要上报监管机构并且公之于众。有很多专门追随内幕人士

（通常是某公司的大股东）买卖股票的交易，也有一些数据证明，内幕人士买卖自己股票的交易通常是值得效仿的一个长线投资策略。

虽说内幕交易在纸上定义很容易，但是要监管机关用确凿证据来证明某人有刑事罪行却并不容易，所以各国真正受罚的人还是不多。有许多研究资料都表明，交易市场的内幕交易在各国都是存在的。

《苹果日报》　　（2009.1.15，B1版）

沽空增，银行股偷步造淡

【梗概】据联交所数据显示，中国银行股票的沽空额在皇家苏格兰银行配售中行股票的前三日激增，每日高达3.4亿~8.8亿元，相对而言之前每日的沽空额只有数千万元。一研究人员表示，相关股票在被配股或者目标价位被调低前被大量沽空，明显是投机炒作行为……

市场操纵

如同很多金融里面的概念，要给出市场操纵的准确定义很难，但是如果你看到市场操纵的行为，你会立即意识到那就是市场操纵。通常市场操纵是指某人或者机构通过各种手段影响市场的正常运作。换句话说，诱使某种证券或者其他资产在不合理的价位上交易。市场操纵可能对未知情况而参与交易的人带来直接经济损失，也会对整个市场带来间接的损失，如果人们知道市场被操纵，那么他们的交易行为会受到相应的影响，降低市场的有效性。美国于20世纪30年代开始立法防止市场操纵的行为，其他国家也都有相应的法规。市场操纵主要有两种方式：一种是散布不实消息，

另一种是通过直接或者间接交易某种证券或者影响其价格，欺骗其他交易人。很多国家的证券法、刑法、交易所行为规则里面都有专门的条款来定义、监控和惩罚市场操纵的行为。

防止内幕交易和市场操纵

要防范内幕交易和市场操纵就必须有执法机关，一般来说，这个任务是由证券监管机构完成的，各国的证券监管机构都有专门的分支机构负责监督、调查、处理、处罚触犯法规的机构和个人。其中很重要的一环是由证券交易所来完成的。各国的证券交易所都有市场监察部门，通过各种方法来监督证券的价格变化、交易量变化，还监督各种买卖证券机构和个人交易行为的变化，如果有异常，监察部门会进行调查，如果没有合理的解释，会上报到证券监管机构进一步的调查和处理。但是这是一场猫和老鼠的竞赛，犯罪者知道有这样的种种检查，他们在交易的时候一般会通过种种手段来逃避检查。即便被检查出来，很多时候也因为监管机构无法确切地证明犯罪的动机和事实而无法定罪，所以真正受到处罚的个人和机构都不多。比如2007年美国证券交易委员会指控中国香港东亚银行主席李国宝内幕交易，他最后答应在不承认任何刑事罪名的情况下交付民事赔偿810万美元。许多内幕交易的指控都是这样收场，原因是很难有确凿的证据来指控当事人，而且调查费用非常昂贵。

《亚洲投资者》（电子版）　　（2008.1.7）

中国证监会堵塞公司治理方面的漏洞

【梗概】……证监会首先要制止的是许多公司的管理层和投资公司之

间的小道消息市场，有些人认为这类交易是造成中国股市振动幅度很大的原因。证监会要求公司除了正常渠道公布的消息外应该封锁对外部的消息发布，与需要知道这些消息的第三方公司应该签订保密合同。任何通过这类消息进行交易的人都是内幕交易者，会被写进一个专门的名册，并受到制裁……

对风险的回报不对称

金融监管还要面对另外一个问题，就是风险和回报的不对称。比如银行，如果越做越大，大到如果银行倒台就会引起国家经济的崩溃，那么银行就会自然缺乏风险防范的意识，因为它们知道如果出事的话国家是不会袖手旁观的。比如金融中介的经理人，他们的回报（工资和奖金）取决于公司短期的正面表现，这促使经理人放弃长期为股东增加回报的机会而追求短期回报，促使经理人挑选风险很大的项目，因为风险大，才可能会有大的短期回报，如果失败，经理人的损失顶多是他们的工作和工资而已。这类的不对称在金融行业里比比皆是，有的问题需要通过市场的方式来解决，有的也只能通过监管当局制定更为合理的法规来解决和控制。

金融创新与监管

金融创新包含的面很广泛：

·新的金融产品。比如金融期货、期权，各种新的衍生工具。

·传统工具的改进。比如银团贷款或者银行贷款的二手交易。

·新的服务项目。比如网上银行、手机银行。

·新的交易市场。比如交易电力的市场，比如新的银行之间通过互联网交易外汇的平台。

·新的发售国家。很多金融产品在一个国家出现以后可能很快在全球很多国家出售。

新的产品和服务意味着投资者出现错误的可能性增大，也意味着金融中介倒台的可能性增加，这也使监管当局的任务变得更为复杂。

其实在很多时候，金融创新所要针对的正是监管：许多时候，许多国家的监管赶不上金融市场的发展，或者本国投资人的需求，金融中介通过金融创新发明新的金融产品，既（勉强）满足现有监管的规定，但是又能达到投资人的要求，这是金融创新好的一面。但是也有很多时候，通过金融创新发明的新工具就是为了绕过监管设立的合理限制，这样，散户投资人也许无法受到合理保护，或者整个金融体系的系统性风险被提高，等等，这是金融创新不好的一面。

监管当局为了堵住漏洞，颁布新的法令，金融中介又从新的法令中间寻找漏洞。这两方面的“军备竞赛”有时候会给整个金融行业带来很多问题和费用。正是因为这个原因，很多人认为以“原则”为主的监管法律更加适用于金融市场的监管。

金融体系的设计和改革

金融监管的主要内容可以分成三个部分。

·经济类的监管。包括对价格的限制（比如利率），对金融中介盈利的限制，对中介开业和关门的限制，等等。这部分监管是为了能够使金融市场有效运作，没有巨头垄断，有合理的激励机制使中介正常运作。过去二三十年的金融监管放松主要是这个方面的放松。

·环境安全类的监管。包括各种资产管理业务的审慎限制，上市公司的管理制衡机制的建立，破产保护的处理法令和金融市场的安全措施。这部分监管是为了保证金融市场的安全运作，保证中介倒闭的时候不会引起系统性的危机。

·信息监管。要求中介对各种产品提供各类标准化的信息。这部分监管是为了使买卖双方对风险和回报有合理的了解和预期。

最近10年，全球投资环境发生了重要变化，正是因为经济类的监管在很大程度上放松，所以对环境安全类和信息类的监管提出了许多新的要求。更多的个人必须要自己做出关于养老金、按揭贷款、医疗保险等金融和投资方面的决策，这都涉及储蓄、借贷之类的决定。虽说个人所能得到的信息越来越多，个人所能支配的金融工具种类也越来越多，但是许多人对各种金融决策的后果和风险了解很少，这都是监管政策制定者所要面临的新问题。

这次金融危机后，很多专业人士呼吁新的监管应该处理以下几个问题。

·投资银行业务和商业银行业务在过去20年的监管放宽的过程中混杂太多，应该有新的法令使同一银行集团所属的从事投资银行和商业银行业务

的子公司完全分开。

·商业银行和投资银行业务监管之间的协调，由于“影子银行”的关系，许多钱在中央银行的雷达屏幕外操作。

·信用评级体系的改变，包括对目前评级公司的审计和监管，降低门槛，鼓励新的评级公司加入，加强业内竞争。

·对投资银行交易风险的监管，包括充分利用现代通信技术，对风险进行实时监控。

·对所有发放按揭贷款和其他贷款的公司进行新的审计，制定最低贷款标准。

·全球化的监管协调机构，监督那些跨国操作、在监管比较松的国家注册的金融产品和中介。

12　其他金融中介

引言

本章我们简要介绍一些比较特殊但是非常重要的金融中介。

养老金这个话题是本书说得最多的一个，这里我们再次强调一下。养老金行业作为一个金融中介其实和其他金融中介有所重合，比如很多基金管理公司都有专门管理养老金的部门，保险公司出售和养老金相关的各种产品，商业银行提供各种养老金管理和投资服务等。这里单独安排章节来阐述，是想强调它作为一类中介的重要性和独特性。在将来的20年，金融投资行业变化的一个动因就是养老金。

我们另外介绍一些国际金融机构，包括世界银行、国际货币基金组织和国际清算银行，还介绍现在越来越常听到的托管银行和个人理财顾问。

养老金

按照联合国发展组织的说法，社会保险包括五个方面。

·养老金和抚恤金（指的是去世的人的配偶和子女得到的钱）；

·健康保险、生病和残疾保障；

·妇女的产假和保障；

·其他社会保障；

·失业保障。

其中养老金的问题和金融投资相关程度最高，其次是健康保险。社会保险过去都是政府职能的范畴，但是现在慢慢都由社会、市场来承担，决策权也慢慢转移至个人手里。养老金和健康保险是西方政府非常头痛的两个问题，因为人口老龄化，很快这也会是中国政府和个人的大问题。对于个人来说，合理决策处理个人的养老金和其他保险的管理，金融投资知识是必要的。对于金融行业里工作的人，关注养老金、保险基金的发展和投资趋势也是重要的，因为这可能会影响到金融产品的设计和长期回报趋势。

养老金管理的功能是由很多中介提供的，其中包括专业的养老金公司，也包括基金管理公司、保险公司和银行等，专业的养老金公司常常把投资的工作外包给基金管理公司。说起养老金公司和其他提供养老金服务的中介，有一个概念是非常重要的，那就是债务。这里所说的债务不是指养老金公司向银行借的债，而是指养老金公司未来要给它的成员，也就是那些退休的人，发放的钱的总和。这不是一个容易计算的数字，取决于很多因素，其中比较重要的是：

·退休人员的预期寿命。

·养老金是属于界定利益计划还是界定供款计划。前者是保证将来的养老金是退休前工资的一个比率，而且有可能按照通胀上升，后者没有保证，退休人员提取过去他存进养老金账户里的钱。如果是界定利益计划，那么还存在如果钱不够的时候由谁来负责的问题。

·未来的投资回报。

养老金债务和资产的比率叫做偿债率；如果资产小于债务，那么养老金就叫无力偿债。养老金公司的使命是保证它的将来的所有债务能够和它的资产相匹配，这种匹配不仅仅要看资产和债务总额是不是大致匹配，还要求它们的到期日、风险是不是大致匹配。很多投资顾问公司和会计公司都有专门咨询服务，但是这更是一门艺术而不是精确的科学。

专业的养老金公司有的是国家拥有的，管理公众的养老金，养老金的资产和负债都属于国家，或者全体公民，比如中国的社保基金；也有的是公司出面设立的，管理公司员工（除了国家养老金以外）的养老金，比如通用汽车公司的员工养老金，养老金的资产和负债属于公司的新老雇员，但是如果资不抵债的时候有时需要公司来支付（有些公司，尤其是历史比较悠久，过去是劳动力密集型的公司，它们的养老金的资产负债可能远远大于公司本身的资产负债，所以养老金的盈亏有可能完全左右公司的盈亏。这是过去10年中比较明显的一个问题，尤其是新的会计准则要求公司将养老金的损益放入公司当年的利润表中之后，所以有时候你买了一家公司的股票，其实也同时购买了这家公司的庞大的养老金资产和负债。）；也有专门为各行各业的个人的养老金账户提供管理的公司，这通常是基金管理公司的一项业务，养老金的资产和负债完全属于个人。有些国家还有以行业或者地域为标准的养老金，比如全国消防员的养老金，或者美国某个州的个人养老金。另外，政府公务员的养老金是一类比较特殊的养老金，这一般由专门的机构来管理，这类养老金的资产和负债属于公务员，所以接近私人养老金，但是这些养老金资不抵债的时候则需要政府来支付，和公众养老金一样。世界各国养老金管理的法规不同，所以各种形式

的养老金的比例也不相同。

托管银行

托管银行是专门为其他个人或者公司代管其金融资产的机构。托管银行的服务包括：

·代管股票、债券、基金之类的有价证券。

·为委托托管的客户的证券交易进行清算和资金与证券的交割。

·安排买卖证券所需的现金及其他事项。

·代收红利或者利息，代收关于代管证券的各类信息（比如股票公司的通告等）。

·管理现金账户。

·代买（卖）外汇。

·为托管人提供各种关于托管资产的估值报告。

这项生意近十几年发展迅速，主要的客户是养老金。养老金通常将投资管理外包给专业的基金管理人，将资产留在托管银行也是为了提供额外的安全措施。许多大的托管银行（通常是大银行集团的一部分）在全球各地都有分支机构，能为全球投资、而且投资各类金融产品的机构客户提供服务。

彭博　　（2009.1.16，M2版）

汇丰银行和瑞士银行作为托管银行

可能会对麦道夫丑闻有责任

【梗概】在最近的麦道夫丑闻中，汇丰银行和瑞士银行作为麦道夫在卢森堡注册基金的托管人可能对高达32亿美元的损失负有责任。托管银行的责任是管理基金的现金进出和基金的资产安全，那些想要诉讼这两家银行的投资者必须证明银行玩忽职守。

财务公司

财务公司涵盖的概念很广，一般是指专门为其他公司或者个人提供资金的金融机构，但是这类机构不接受存款。资金的形式一般是贷款（债务），但是有时候也可能是租赁合约。这类机构的贷款利率一般高于银行的贷款，所以它们的客户常常是从银行贷款有困难的公司或者个人。

也有的财务公司专门为别人提供担保，担保虽说在签署的时候仅仅是一张纸，但是也是一种债务，是我们曾经提过的或有债务，在用到担保的时候通常是对担保公司最不利的时候，这一点与保险公司很相像。

也有的财务公司专门为其他公司提供咨询，包括举债发股或者收购兼并的咨询等，这其实和投资银行的工作很相近，唯一的区别是这类财务咨询公司通常没有全球性的销售网络来将客户的债券或者股票销售出去，也没有足够的资金来做承销，所以通常它们的客户是比较小的公司。但是也不一定，有时候一个或者两三个投资银行的大腕另立山头开一家咨询公司，它们做的也是大公司的生意，不过到了最后一步要承销的时候它们和

大的银行合作。

个人理财顾问

个人理财顾问为个人客户提供独立的金融投资咨询，并且向客户推荐各类金融产品，他们在英国是监管承认的一类金融中介，必须通过金融监管部门的认证考试才能挂牌营业，类似的中介的设置在世界其他国家也被采纳。个人理财顾问分三种：专门销售一家银行或者保险公司产品的顾问，专门销售数家银行或者保险公司产品的顾问，以及没有和银行、保险公司签订合同销售其产品的独立的顾问。顾问必须事先向客户声明他本人是哪一类的个人理财顾问，如果是前两类，向客户声明他所代言的银行或保险公司。前两类理财顾问通常不向客户收费，他们从银行或者保险公司那里收取佣金。独立的理财顾问可以从客户那里收取咨询费，或者从所销售产品的银行或者保险公司那里收取佣金，如果收取佣金，他们必须事先向客户声明。销售金融投资产品的佣金可能是很可观的，尤其是长期投资产品的佣金，可能在投资额的2%～5%之间。

一般个人金融理财会对客户的资产情况、投资喜好和目的做一个详尽的问卷分析，然后他们会根据收集到的资料来为客户提供量体裁衣的建议。建议可能会包括投资、养老金管理、保险、按揭等一系列投资的领域。在欧美，投资问题的税务处理一般很复杂，许多个人理财顾问还会对这些方面提供建议，这类建议能替客户合理避税，或者合理使用每年的免税额度。许多税务问题被投资者忽略，合理使用各种方法合法避税是个人投资首先应该考虑的问题，如果说金融投资里面真有“免费午餐”的话，这是为数不多的几个有可能出现“免费午餐”的地方。

投资咨询公司

投资咨询公司其实是个人理财顾问的公司版本，这类咨询公司专门为各种机构投资人或者大的公司提供投资咨询服务，当然它们的服务范围要大一些，包括资产配置、产品选择、投资经理人的选择和评估、风险控制，还包括前面提到的养老金公司（人寿保险公司也存在同样的问题）的资产、债务匹配，有的还提供投资人力资源咨询等。这个行业有三四家全球性的大公司，比如美世(Mercer)，华信惠悦(Watson Wyatt)，弗兰克-罗素（Frank Russell），当然各国也有许多比较小的、专业化的小公司。

国际货币基金组织

国际货币基金组织成立于1946年，是第二次世界大战结束后重建计划的一部分，它的主要设计者是凯恩斯，目前拥有185个成员国。国际货币基金组织的使命是给陷入严重经济困境的国家提供协助，促进全球金融合作，加强金融稳定。对于严重财政赤字的国家，该组织可能提供资金援助，甚至协助管理国家财政。但是，受国际货币基金组织援助的国家必须答应进行经济和金融改革，一般包括削减政府赤字、将国有企业私有化、贬值货币等。世界银行提供的资金援助来源于成员国的贷款承诺额度，目前大约有3400亿美元。但是它贷出去的款项是有限的，2008年5月底才不到200亿美元，贷给65个国家。

有很多反对经济全球化的组织认为国际货币基金组织加深了贫穷问题，也增加了第三世界国家和发展中国家的债务负担。也有人批评国际货币基金不重视民主、人权和劳工权益。最近二三十年，很多国家和地区经

历各种金融危机，国民经济受到很大损失，有很多经济学家认为国际货币基金组织反应迟缓，没有起到应有的作用，应该改革。

世界银行

世界银行不是一般意义上的“银行”，而是联合国的专门机构之一，是一个国际组织，成立于1945年，拥有185个成员国。它起初的使命也是为了帮助在第二次世界大战中遭到破坏的国家重建家园，但是今天它主要帮助发展中国家减少贫困人数，提高生活水平。世界银行向发展中国家的政府或者公共企业提供低息贷款、无息信贷和赠款。虽然大多数成员国是发展中国家，但是在世界银行表决时发达国家有控制权。世界银行贷款的资金来源主要是通过在金融市场上发行世界银行债券，这些债券的信用一般都是AAA级，因而世界银行的资金成本很低。发展中国家的政府或者企业如果直接去发行债券的话成本可能会高出很多。

有的人士认为，世界银行一味要求接受贷款或者援助的国家推行经济自由化，使这些国家操之过急地改革，反而对这些国家的经济造成破坏。也有人认为，发达国家借助世界银行削弱接受贷款国家政府的主权，开放经济引入的外国企业可能会摧毁当地的民族工业。

国际清算银行

国际清算银行成立于1930年，是世界上最早的国际金融组织，是各国中央银行的俱乐部，它曾经是个私人拥有的股份制国际机构，但是现在由成员国的中央银行所有。2007年3月，它的总资产为4000多亿美元，包括

150吨黄金，所以从目前的全球金融危机中来看，它的规模是有限的。它的主要任务是使成员国中央银行的政策制定更为有效和公开化。我们说过，中央银行并不是直接“制定”利率，而是通过各种市场操作达到它的目的，在这个过程中，国际协作是重要的，尤其是在今天资本全球化的时代，因为私人资本有可能钻各国货币政策之间的空子。国际清算银行有两个特别的使命：

·制定成员国商业银行资本充足率的标准。

·使商业银行的准备金标准更为透明化。

很多人都批评国际清算银行缺乏制裁的手段，使得各国的中央银行纷纷向最低的标准看齐。

《华尔街日报》　　（2008.1.7，M2版）

国际清算银行制定新的压力测试规则

新的原则保证银行持有足够的资金

【梗概】新的原则促使银行设立现实的风险限额，并且在事先制定如果碰到危机的时候如何脱身的计划。2007年12月，西方20国发达国家和一些发展中国家的领导敦促国际清算银行帮助各国银行改进压力测试模型。

应用篇

本篇的内容其实前面大多都已经提到过了，但是我们觉得有必要重复一下，不过是换一个角度：从金融行业的使用者的角度来看金融和投资。我们说过，金融的参与者除了中介之外主要是三类：政府、公司（外行车行）和个人（王老五和张小三），本篇我们就分别来看他们是如何使用金融市场和金融工具的，金融市场给他们又有些什么忠告。

【本篇要回答的问题】

·政府如何通过金融市场融资？为什么要融资？

·货币市场如何为中央银行提供实施货币政策的舞台？

·为什么有的政府要控制汇率？有什么利弊？

·金融如何帮公司融资？

·公司的各种金融风险如何通过金融工具来管理？为什么常常会有公司管理风险时出的丑闻？

·有的人觉得自己是投资市场的弄潮儿，有的人觉得自己永远是砧板上的肉，两个极端之间有没有比较折中的道路呢？

·金融业的业内人士如何理财？

·从本书所介绍的市场、工具、中介和“常识”来看，对于个人投资我们能做出哪些结论？

·为什么你要早早开始关注你的养老金？

13　金融对于政府

引言

现代金融已经和经济活动的方方面面密不可分，政府要想保证经济活动的正常运行就必须使用金融的工具，跟金融中介打交道，常常通过金融市场操作，并且监管金融行业的方方面面。我们在本章简单看一下政府的财政、货币和汇率政策和金融的关系。我们还专门解释政府面临的两个和金融关系直接相关的问题：一是国有资产的私有化，另一个是社会保险和养老金。前一个问题是过去30年中政府更为关心的，后一个关乎将来的30年。本章的许多内容在前面各章已经提到过，这里只是总结。

财政融资

各国政府都可能会出现财政赤字，有时候这是短期的，因为政府的主要收入来源——税收一般是滞后的，但是政府的支出却是马上现付的，所以政府有可能发行短期融资债券，弥补短期的亏空。政府还需要不断发债来替换即将到期的债券和为已有的各种债券支付利息。政府的短期债券我们在货币市场上讲过，交易量很大，风险很低。横跨整个经济周期，政府也有融资的需要：在经济衰退的时候，政府的税收减少，但是政府的支出却在增加，更多的人领取失业救济，政府需要花钱挽救经济等，这时候政府需要发行比较长期的债券融资，等到经济好转的时候再还，或者是等到下一届政府上任之后把问题交给后人。西方国家一般的政府长期债务大概是年度国民经济总产值的40%~60%，日本因为经历了长期的经济衰退，

债务达到将近200%。但是这次金融危机之后，许多银行被收为国有，如果加上银行的债务，许多国家政府的长期债务可能会有比较大的增加。

政府一般是通过货币和债券市场来发行长期和短期债券募集资金，购买政府债券的是各类政府机构（包括类似社保基金这样的机构和中央银行），国外的中央银行（日本中央银行和中国人民银行大量持有美国国债），接下来是地方政府、个人投资者和券商、各种养老金、共同基金、保险公司和银行。很多政府都有专门的债务管理机构从市场的角度出发来寻找最佳的债券类别、最佳的到期日、最合适的货币以期降低政府的偿债支出。

当然政府最直接的降低债务的方法是打开印刷机，拼命印钞还债，这样做肯定会引起通货高涨，从而鲸吞债务，但是这种做法一般会引发社会动乱，政府的日子也不会长久。即便是一般水平的通货膨胀，政府的债务也会被蚕食，这正是政府希望的，这也正是为什么对很多学术界人士来说，独立的中央银行要比不独立的中央银行靠得住的一个原因，因为政府总想让通货膨胀稍微高一些。

货币政策

政府需要通过金融市场来执行其货币政策，这一点我们已经在中央银行一节讲过了。过去20年的趋势是政府把制定货币政策的任务交给独立的中央银行来实现，因为政客通常是靠不住的，大部分国家中央银行的主要任务是通过货币政策来使通货膨胀控制在一个理想的区间：太高了不好，比如津巴布韦；太低了也糟糕，比如日本。

政府的货币政策首先会直接或者间接影响各种利率，我们前面已经说过利率的关键作用以及它对金融生活的广泛而深远的影响。相对来说，远期利率的影响更为重要，因为公司的贷款利率以及个人的按揭利率与远期利率的相关性更大一些：远期利率低，公司更愿意投资，个人也愿意买房（也是一种投资），整个社会经济受到正面的刺激，通货膨胀有可能上升；远期利率高，公司暂缓或者放弃投资，个人也推延买房，整个社会经济受到负面的刺激，通货膨胀有可能下降。但是在金融行业比较发达的国家，远期利率的确定并不是中央银行说了算的，要看很多供求关系。政府需要通过债券市场来将政策利率（也就是短期利率）里面所包含的放宽或者紧缩的政策尽可能有效地传递到回报曲线的每一点（通常是长期利率），从而达到控制通货膨胀、调整经济的作用。正是由于这个原因，发达的、流动性比较好的债券市场对一个国家的金融市场的发展至关重要。

政府的货币政策还通过商业银行来调整货币供应量，货币供应量增加也会对社会经济有正面的刺激，但是也有可能引起通货膨胀。

几乎所有的金融产品和金融中介都会受到利率的影响，债券和利率衍生工具受到直接的影响，股票和其他受到间接的影响。一些利率衍生工具的发明就是为了使用者来对冲利率风险。这类工具一般会使风险更加分散，或者转移到最适合承担风险的人身上，所以政府应该积极鼓励这类金融工具的合理发展。

政府或者中央银行的货币政策的决策过程应该是秘密的还是公开的也是金融界讨论的一个热门话题，在过去20年里，总的趋势是公开化。大的中央银行都公布货币政策讨论和制定的时间表，政策利率公布的时间也一

般事先公布，很多中央银行还公布讨论的会议纪要和投票的票数，在公布利率的同时中央银行还会给出将来一段时期利率变化的趋势和中央银行关注的经济因素。这些都是近20年的新变化，因为现在很多人认为，中央银行的这些除了调整利率水平之外的“花边新闻”其实可能起到与调整利率水平同等重要的作用。但是也不是完全公开，比如利率决策之前中央银行绝对不会透风究竟会做什么样的动作，很多中央银行的主席，格林斯潘是个代表，在接受记者采访被问到这个问题时都会闪烁其词，模棱两可。事前公布，不仅不利于市场的发展，还可能会大大削弱货币政策的威力。有时候中央银行专门做出和市场预期不一样的动作，就是为了给市场敲敲钟，强调下一段通过货币政策想要达到的目的是什么。

汇率政策

发达国家现在很少有明确的汇率政策，而是让市场为外汇定价，这也是最近10年里面出现的新情况。过去，各国中央银行都常常干预外汇市场，有时候是几国中央银行联合干预，为了使汇率达到某个特定的水平，采取这种外汇干预的西方几国中央银行（外加欧洲中央银行）都越来越少用了，因为干预的效果常常事与愿违。但是发展中国家的中央银行还是积极干预外汇，一是为了保持本国汇率的稳定，二是使本国汇率保持在一个比较低的水平，促进本国出口。干预外汇，需要有外汇储备作为后盾，因为在本国货币被抛售的情况下，中央银行只能使用外汇来接手本国货币。中国人民银行在过去10年间是相反的问题：中国贸易顺差，外国投资进入中国，本来人民币应该升值，但是为了防止人民币升值太快，中央银行抛出人民币，接手外汇，使外汇储备越来越多。但是，外汇储备过多不见得

是一件好事，它的直接后果是：

·中国经济过度依赖出口。

·货币政策调整困难，因为为了防止人民币攀升，中国人民银行购买很多美元，抛出人民币，如果不采取吸纳措施的话会增加国内的货币供应量。

·中央银行的调控成本增加。

·如果美元贬值会给中国人民银行带来巨大损失。

·穷国给富国贷款，让富人买房子。

当然这不是一个简单的问题，最后也不是市场说了算的。

宏观调控

中国国内经常提到的一个概念是宏观调控，一般是泛指前面提过的，国家通过货币政策、财政政策甚至是汇率政策来影响整个国民经济的发展趋势。它和金融投资的关系在上面的小节里面已经分别叙述过了。

私有化，民营化

私有化和民营化都是指的一回事，就是把过去由政府来控制的活动或者提供的服务转给私营的公司来完成。私有化可以通过三种方式完成：股票上市、资产销售，或者给公民分发与股票类似的票证。一般认为，私人运营的公司要比政府控制的机构更为有效率，但是被私有化的公司很多有

着特殊情况，比如自然垄断，或者必须要提供一些可能赔钱的服务（偏远地区的邮递、水电），或者涉及国家安全等，所以这些公司的私有化要比一般公司上市更为复杂，也有一些私有化之后不成功又被收归国有的例子。私有化虽说是个历史久远的概念，但是它却是和撒切尔夫人执政的年代紧密相关的。可以说，撒切尔夫人打开了私有化的闸门，这股浪潮后来传到世界各个角落，现在仍在继续。

上面所说的三种私有化的方式或多或少都要通过金融市场：股票上市自然要通过股市；资产销售有时候是通过拍卖的方式完成的，但是也需要金融市场提供价格指标，在很多情况下，买方还必须通过银行或者金融市场来获取资金；分发的票证一般会在二手市场交易，其实和股票没有什么两样。

政府需要投资银行的协助来完成重组、打包上市的工作，并且需要投资银行提供二手市场交易的做市商服务，投资银行则可以在这类一般规模超大的交易中大赚特赚一笔。一般政府都会分批出售股份，所以投资银行做了一笔还可以想下一笔，在一个国家做完了之后又转到另外一个国家做，真正是得陇望蜀。

另外提一句，英文里面的私有化一词是privatization，它有时候还指另外一种金融交易：某个私人或者私人机构将某个上市公司的股票全部收购之后将该公司“私有化”，也就是退市，不再维持上市公司地位。2008年年末李嘉诚公子李泽楷就想要将中国香港的电信公司电讯盈科私有化。英语里面的另外一个词take private其实是更准确的翻译。

社会保险，养老金

我们在全书的各个地方都提到社会保险和养老金，因为它的确是一个很重要的问题，也会是将来二三十年里面金融行业变化的最主要的动力之一。政府的一个职责是为公民提供最起码的温饱，这其中包括失业人员的社会保险，贫困家庭的医疗和救济，还有最重要的，老年人的养老金和其他支出。在第二次世界大战后的50年里面，这不是个问题，因为全球人口在不断增加，参加工作的人数总是大于退休、失业的人数，所以政府拿参加工作的人交的社会保险及养老金储蓄去支付退休、失业人员的福利，没有问题。但是在未来的二三十年里很多西方发达国家以及发展中国家都面临不同的问题：人口老龄化，参加工作的人数小于退休、失业的人数，政府将来会入不敷出。

各国政府通过金融市场的操作包括以下几个方面。

·建立和完善做实的国民养老金，并且使用市场化投资策略投资。也就是说，在全球各种证券市场上买卖投资，以风险控制下的最大化回报作为目的，雇用（外包给）专业的投资机构。中国的社保基金是一个例子，其他各国都有类似的例子，许多国家因为起步早规模做得很大。这些国民养老金成了市场上一支不可小觑的力量，它们的长期投资策略对一些资产的长期回报产生直接影响。当然，也免不了有各种主潮流以外的事件，比如2008年阿根廷国家将私有的养老金充斥着掠夺味道的国有化行动。

·鼓励个人增加储蓄（和投资）。许多国家都利用税收优惠鼓励个人为养老储蓄。

·增强国民对金融和投资的知识。

社会资源合理分配

这个话题其实远远超出了本书的范围，但是从金融的社会性的角度来说，它又是一个很重要的问题：如果一个国家的金融体系能合理有效地运作的话，整个国家的经济效率就会比较高，金融体系通常能够通过价格信号（回报）使资金（和资金能够购买的其他资源）得到比较合理的应用，把好钢用在刀刃上，把坏钢用在下水道井盖上。所以，政府既有责任也有动力（动力是社会正常运作，经济正常发展，并且政府能收到税）通过各种措施保证金融体系的正常运作，促进它的健康发展：这其中包括金融体系的设计和改革，监管（和放松监管），提供存款担保和作为最终放款人，执行合理和有效的货币、财政和汇率政策，在金融危机的时候起到稳定军心的作用等。但是，发展金融市场的目的不是为了能让有些人炒股赚钱，政府也不应该在这些人赔钱的时候出来救市，那将是本末倒置的事情。

14　金融对于公司：公司财务

引言

公司利用金融市场融资，这是金融市场产生的最初始的原因之一。虽说现代金融市场的发展现在早已远远超出了当时的业务范围，但是公司使用金融市场来融资这个手段到现在也还没有改变。我们说过，融资有两种最主要的工具：股票和债券，其中债券包括银行贷款。那么公司如何选择债券和股票的比例呢？当今金融市场跨及全球，公司如何选择融资场所和融资货币呢？这是公司财务要回答的主要问题，也是投资银行业存在的根基：投资银行帮助公司选择合适的比例，更重要的是，投资银行通过承销帮公司把证券发出去，把钱融到手。这也是投资银行赚钱的主要来源之一。发出去之后，投资银行为公司证券做市，提供二手交易的场所和手段，这对于公司虽然没有直接的好处，但正是因为有二手市场，很多投资人才愿意购买公司的证券。此外，公司股价和债券价格的变化正是市场对公司将来业绩的平均预测，虽说公司的经理人不应该天天关注市场波动，但是大的趋势性变动应该是公司决策调整的一个原因。

公司盈利之后要为股东分红，金融市场为公司提供了分红的另外一个途径：通过回购公司股票。公司如何选择合适的红利策略也是公司要回答的问题之一。公开上市的公司大都面临另外一个问题：股东和经理人的潜在利益冲突，金融理论和实践都把股权这个基本的激励机制作为解决这个问题的一个手段。

现代公司除了要面对公司业务领域的种种不确定因素之外，还要面对各种金融风险：公司的债务成本可能会因为利息的涨落而波动，公司的各种收入和支出都可能受到外汇波动的影响，很多中国公司的盈亏还可能因为购买了股票而受到股市波动的影响，公司可以通过各种金融交易，尤其是金融衍生工具的交易，来控制这种风险，很多金融衍生工具当时就是为了满足这种需要而产生的。但是公司如果运用不当，有可能会带来很大的损失甚至是公司的破产，这样的例子比比皆是，新的例子还不断出现在报纸头条。

公司的资本结构和资金成本

公司的资本结构主要是指股票和债券的比例，也就是说公司选择发股票还是发债券（银行贷款）来获得资金，公司的资金可以用来维持正常营运，或者投资扩张，包括收购别的公司。资本结构不同，公司的资金成本也不同。

如果公司没有发行证券融资途径的话，银行贷款是它最主要的资金来源，银行对这类公司的需求、对如何分析这类公司的还贷能力是非常熟悉的，因为多少年来银行做的就是这个生意。但是贷款并不便宜，银行通常也不是公司需要多少资金就给多少，银行的贷款一般还有各种限制条款。所以，如果可能的话，公司一般愿意有多元化的资金渠道：公开发行的股票、债券、资产证券化、银行贷款、银团贷款、商业本票等。

这些资金渠道都各有利弊。债券的缺点是不管公司的经营业绩好坏，都要按时付息。它的好处是可以从税前利润里面支付，降低公司的税款。

资产证券化也不一定适合所有的公司，因为容易被证券化的资产毕竟有限，而且有的国家证券化业务很少。股票的好处是：它是长期资金，如果生意不好不付红利，股东也不会控告公司违约，不好之处自然是一块大饼更多的人分，除非大饼更大，否则每个人分到的都很少。

既然每种资金来源都有它的长处和短处，所以公司一般都会权衡它们的利弊，选出最佳的资本组合。这里面最重要的一个指标就是债权比率，或者叫杠杆。没有一个对每个公司都适用的债权比率，每家公司要根据自己的实际情况以及市场情况选择。如果债权比率过低，公司借债很少，这并不一定是好事，因为适当的债务可以增加股东资金的回报，用借别人的钱为股东办事情。但是如果债权比率过高，公司的风险明显增加，盈利不好的时候，公司可能连利息都还不上，最常见的结局就是破产。

公司如何取得资金

公司像人一样，也有出生、成长、结婚、生子、衰老、死亡的过程，不同的阶段，获取资金的形式不同，不同的国家和时代也对其有影响。刚刚成立不久的新公司，由于没有业绩和资产，所以融资很困难，这时候的资金来源除了公司创始人的储蓄和亲朋好友的帮助之外最常见的是创业基金，这类基金一般以入股的形式投资。公司壮大以后，下一步应该是首发上市，从股票市场得到社会的承认，并且为公司募集长期资金。首发上市之前，公司也许已经小有名气，这时也可能做上市前融资，以使公司的规模在一两年内快速提高，增加首发上市的影响，有很多私募股权基金和其他基金专门从事这类融资，注资的形式一般还是股权，但是也有使用可转换债券的，在上市的时候转换成股票。成为上市公司之后，公司可以直接

从银行贷款，或者通过市场发行债券，或者增发股票，融到资金进行扩张或者调整资本结构。我们说过，通过市场发行债券股票的融资叫直接融资，这种形式在英美金融体系下比较常用。通过银行借款获取资金的形式是间接融资，在德日体系下面使用比较多。20世纪90年代后，东西德统一，德国经济不景气，日本也在地产泡沫崩溃之后经历了长期的停滞，在此期间，很多德国和日本的银行通过市场减少它们所持有的公司的股份和债务，而公司也越来越多地通过市场以直接融资的方式获取资金。

红利和股票回购

按照莫迪利亚尼和米勒理论，公司的红利政策和公司的价值没有关系。但是也有很多人认为：对于投资人来说，拿在手里的钱要比放在公司账上的钱更值钱，所以公司应该积极分红。这个观点也许有些道理，但是公司如果给股东支付红利，那么在很多国家的成本都比较高：首先公司要在税后的利润中支付红利，然后股东又要支付收入税，所以从这个角度来讲，红利并不是最有效的回馈股东的工具。大量的研究结果也没有证明公司的红利政策和投资人回报有什么直接关系。

公司可以采取股票回购的方法来将手里的现金间接转交给股东。这种方法在过去十多年中被许多公司采用。有一些研究资料证明，通过在股票市场上回购股票的方法来返还现金的确为股东带来了超额回报。

兼并和购买

公司之间的兼并和购买与人的嫁娶没有什么两样：同样的复杂目的，

同样的复杂过程，同样的复杂结果。过去有家里找个童养媳养大之后当少奶奶的，对公司来说，这就是自我拓展的方式。但是这种方式实现目标所需时间较长，收入前成本可能比较高（要把童养媳多年的费用都放在每年的资产负债表和利润表里），长期招募来的人员的素质和忠实程度也是个未知数。与此相对的方法就是兼并和购买的方式，这相当于到了婚嫁年龄之后快速办事的模式。这种方式需要找到合适的并购对象，要得到现有股东、现有雇员和客户的支持，要以可以接受的价格完成收购（聘礼），要采取各种方法来保证收购完成后关键人员不会跑掉，等等。如果并购的各种问题能够解决，这条途径较为快捷，成功的几率也更大。

并购的目的有很多种，其中包括：

·扩大规模和市场份额；

·获得管理专长；

·增进对当地的理解；

·提高产品和品牌知名度；

·改善营销和经销网络；

·消灭竞争对手。

并购战略的关键方面包括：

·并购目标的选择。

·交易结构。可以是通过持少数股进行战略投资，比如中国国有企业上

市时的战略投资者，建立合资企业，收购股权或者资产，在合作伙伴、并购目标管理层委派人员等。

·公司治理。要充分考虑到并购之后的董事会和管理层的委任方式，责、权、利的分配等。

·尽职调查。要对并购对象进行资产审计，包括调查它在资产负债表外的业务和风险，还要调查一系列可能会影响将来运作的因素，包括各类许可、知识产权、土地使用权、环保等方面。

·监管机关批准。

在公司兼并的时候，公司的资金状况有可能出现非常大的变化，所以公司和它的公司财务顾问必须在事先分析，并且有周密的计划如何获取资金，完成兼并。对于公司财务顾问（投资银行）来说，帮助公司获取资金是它们最能赚钱的生意，所以它们肯定是不会放过这样的机会的。

公司财务顾问

根据过去的数据，在比较大的并购交易中，90%左右的交易的双方或者一方都会聘请一位或者多位公司财务顾问，这通常是投资银行或者是专门的公司财务咨询公司。财务顾问的职责包括协助公司制定目标和经营战略，帮助寻找并购目标；在交易执行过程中公司财务顾问应该帮助公司合理估值并提出交易结构和程序的建议；在尽职调查过程中公司财务顾问应该协同其他专业人员（律师行、会计公司、土地评估师等）验证对方法律、财务和经营方面的状况；在最后取得股东和监管部门同意的阶段，公

司财务顾问要协助公司和律师行与监管部门沟通，并且帮助公司以合理有效的方式争取股东的同意。

公司财务顾问是很赚钱的肥缺，如果公司需要并购融资，那就更加是赚钱的肥缺，所以投资银行竞争很激烈。但是奇怪的是顾问费用却没有因为竞争而下降多少。公司财务顾问要想得到某个公司的某笔生意，通常要向公司显示它们在这个行业或者这个地区的优势，它们的研究队伍的长处，它们的销售和交易队伍为什么能超过其他竞争对手。很重要的一点是要显示它们过去做过什么类似的交易，有什么类似的经验。很多时候公司都会选择过去使用过的公司财务顾问，所以和公司保持长期的关系是重要的。但是不管在哪个国家，这个过程都不可能是完全透明的，里头涉及钱数巨大，有时候业内人士常常会在背后嘀咕竞争对手如何不择手段拿到一单生意。这时候你就知道，他们没有拿到这单生意，但是你可以肯定，他们已经做了能做的一切。有一家银行的亚太主席在和客户开会争取生意的时候，其结束语总是：“我们会为你去死的！”

金融风险的管理、对冲

一个公司在运作过程中会遇到各种各样的风险，有的是天灾，那么需要保险；有的是生意本身的问题：产品、销售、品牌、竞争、市场等，这是公司靠战略解决的；另外，公司的业绩还和金融市场有关：利率的增减将直接影响到公司的资金成本；外汇浮动直接影响公司海外的收入和支出，还会影响到公司海外资产进入资产负债表的价值；银行的借贷松紧程度影响到公司流动资金的来源和成本；股市的波动会影响到公司养老金的财务状况，养老金资不抵债时公司要拿钱去弥补不足；公司的股价的波动

会影响到公司回购股票的成本，抑或公司用股票或者期权奖励员工的成本；这样的例子很多。上述还只是直接的影响，间接的影响就更多了。总而言之，现代公司要面对各种金融风险，如果公司不合理分析、评估和管理这些风险，公司有可能在本身运行良好的状况下被与公司营运不相关的金融风险拖下水。

大型的公司都有专业的人员来分析、评估和对冲金融风险。其实分析、评估和对冲这三关里面最后一关是最容易的，金融市场非常发达，要想对冲金融风险，公司给银行打个电话，它们在电话上就可以直接交易外汇、利率或者股票的衍生工具，这些工具的目的是帮助公司消除未来市场价格变动给公司带来的直接影响。换句话说，公司对冲自己的风险敞口。但是，困难的地方在前两关：如何分析、评估这些风险。如果公司连这些都不清楚，那么任何对冲风险的动作都潜伏着巨大的危险。许多公司都缺乏对这一点的认识，最后因为盲目、错误、投机性的所谓对冲都会给股东带来巨大损失，2008年的中信泰富就是一个例子。公司因为“对冲”而倒闭的例子各国都有很多。

另外，在过去的20年中，欧美的公司营运策略一般越来越精简和专业化，公司一般会明确通告股东：公司的各类金融交易完全是为了避险而不是投机。公司也会相应制定严格的内部政策，保证公司财务部所做的交易真正是出于避险的目的。公司的剩余资金要么拿来分红，要么回购股票，要么投在最保守的金融工具里：短期存款、货币市场基金，偶尔会有保本的结构性存款之类，像中国有些公司把剩余资金投到股市里面的很少见。最近10年，欧美公司因为对冲失败而出现丑闻的案例总的来说在减少。

公司的风险管理现在是一门很大的实证学科，有各种学位，过去10年中公司对这类毕业生的需求一直很强。

《金融时报》　　（2009.1.9，15版）

国泰航空因燃油对冲亏损加倍

【梗概】国泰航空昨天表示因为燃油对冲合约的损失达到76亿港币。和许多其他航空公司一样，国泰也因为燃油价格急剧下跌而受到损失。

公司使用股份和期权改善激励机制

我们前面说过公司管理存在的一个重要问题是公司经理人和股东利益之间的潜在冲突。通过使用股份或者股票期权可以将两者的利益挂钩：经理人的报酬如果是股票或者股权，那么他们更有可能采取对股东有利的策略，这样潜在的冲突变成了动力。但是使用股票或者期权也存在很多问题：

·许多期权机制和大市的表现不挂钩，很难区分公司的股价上升究竟是经理人的贡献，还是随大市水涨船高。

·经理人有可能采取短期牟利行为，为公司的长期发展带来不利。

·期权在公司的财务报表中如何计算有很大的随意性，公司可以采取事后定价的方法为经理人增加回报。著名的苹果公司就是因为这个原因被告上了法庭。

·2008年倒闭或者被接管的投资银行贝尔斯登和雷曼兄弟的经理人和

员工持股比例都很高，但是也没有摆脱风险控制不力最后落水的下场。

15　金融对于个人：投资与理财

引言

本章总结金融投资对于个人的影响。我们在开篇就说过，本书对于一个想通过金融投资赚快钱的人来说是没有什么太大的价值的，大量的数据、研究和实际运作经验都表明：金融市场的涨跌是非常难以预测的。究竟难到什么程度？我们没有办法提供直接的佐证（其实本书里其他很多地方都讲的是有多难），下面几条证据都是间接的。

·格林斯潘都说难。

·绝大部分在金融行业里面工作的人员都愿意拿别人的钱去投资，赚取手续费和分红，而不是用自己的钱去投资。其实各种衍生工具能使他们的钱被杠杆放大若干倍，用自己的钱去投资不是更好吗？不用忍受监管的条条框框，不用忍受投资人的指指点点。

·这样一个庞大而举足轻重的行业只为大家提供了为数不多的几个似乎能够把握市场涨跌、赚钱很多的家喻户晓人物：乔治·索罗斯、沃伦·巴菲特、彼得·林奇。而谁都能说出一串说到做不到的金融中介和个人。

·聚集了大批精英的一个行业在2003～2007年中没有意识到它的所作所为会给全球经济带来的巨大损失。

但是，我们倒不认为因为预测涨跌、争取回报如此之难所以我们干脆置之不理，本章大致介绍为什么不能不理睬金融，也介绍如果要理睬的话

应该从哪几个方向着手。至于那些把金融投资当成赌场、短炒快炒的人，我们当然知道这是完全由人的本性驱动的，至少有两句安慰的话：首先，他们在短炒中得到了快乐和满足；其次，他们的回报一般是和大市的回报差不多的，因为大市长远看往上走，所以从长远看他们不仅养肥了中介，自己也应该赚钱吧。

不炒股需不需要知道金融

答案是：也需要也不需要。

如果你不用按揭买房子买车，不用考虑你的养老金从哪里来，不用安排人寿保险以备不测，不用管你的存款是不是被银行像吸血虫一样狠咬一口（或者被政府通过通货膨胀弄得一文不值），不用管你的雇主是不是需要通过借钱或者发行股票来获取资金（或者你给政府工作，你的部门会不会被私有化），不用管你的公司会不会被其他另一家公司兼并……那么也许你可以不需要知道关于金融和投资的基本知识。我想，了解一点金融知识或许没什么坏处，至少可以在金融和投资方面会多问几个问题，多想想常识，也许这些疑问、这些常识能为你省下些不必要的学费。

但是，如果知道了这一点点金融与投资的知识后，大家都想去炒股，去赚那不赚白不赚的钱，那本书就没有达到目的。世界上大概有不赚白不赚的钱，但是我不知道在哪里。本书如果能让你想想为什么，那就够了。

金融无处不在

其实上面一个问题提到，金融和你我的关系很大，会越来越大，比方

十多年前，讲起房屋按揭许多人都不清楚，也不会有什么兴趣，但是它现在成为一个普通的话题。中国目前的按揭花样还很少，以后相信会越来越多。今后十多年，人们的财富也将越来越多，与金融的关系也会越来越紧密。另外，20世纪五六十年代出生的那代人在不久的将来就要开始考虑退休了，这一代人很多将不再有上一代人所享受的由国家保证支付的养老金，他们每年现在支付的社会保险既不一定够用也不一定能发到他们的手中，如何及早考虑这个问题，及早采取措施，了解一定的金融投资知识是必要的。

此外，金融还通过其他一系列间接的渠道影响你我的生活。

·你所工作的公司、企业、单位可能正在通过金融市场发股、发债、收购和兼并，这些会影响到公司的和你的前途。

·投资人通过股市购买你公司的股票，要求更换公司的领导层。

·国家通过利率、汇率和金融政策调控宏观经济，这迟早会通过你的公司或者物价水平影响到你的生活。

·人民币的起落和它最终的自由浮动也许会影响到你的公司的生意（进口和出口）；

·外国公司有可能到中国营业，加剧你所在行业的竞争；

·你的公司有可能接受外国的外包合同。

……

一个社会，简单地说，包括个人（你我）、政府和公司，金融为它们之间提供一种纽带。如果不是用鸵鸟的方法来看世界的话，金融无处不在。

你需要多少养老金？如何设计长期投资计划

这个问题的答案自然是因人而异的。而且，人的一生充满变数，即便是具体到个人，也很难有一个固定的答案。这个问题还有一定的文化背景：中国人一般会指望孩子养老送终，西方人则可能更要靠自己的积蓄。但是这也不是一成不变的，因为中国社会的结构也在发生着前所未有的变化。

难于回答不意味着去忽视这个问题，最近10年里，不管是金融理论和金融的实际运作都开始对这个问题进行深入地研究。一些研究的成果已经用于银行或者个人理财顾问所提供的咨询服务，也有一些针对性的投资产品面世，这类产品根据人们在一生不同阶段的不同需要，自动调节投资目标。

其实，常识就能帮助人们有一个大致的思路：通常一个人大学毕业25岁，工作到60岁退休，35年工作时间，假定活到80岁，有20年要支撑。如果你想在退休之后享受大概退休之前一半的年收入，那么你退休之前的35年中应该每年平均存：$50\% \times 20 \div 35 = 28.6\%$的年收入！相对于这个数字，很多人都可能存得很不够。当然，这只是最粗略的计算，我们没有考虑任何钱的时间价值，而且也有很多现实的情况也需要仔细考虑，比如公司或者政府还有可能替我们存一部分养老金；（但是它们将来靠谱吗？）

比如刚刚开始工作的时候可能工资比较低，存得少一些，后来多一些；比如父母可能给你留一些资产或者你想给子女留一些等。一般来说，一生计划要素包括：

·未来的生活质量大概目标；

·公积金或其他养老金的预期收入；

·工资收入；

·其他来源的收入；

·房产。

……

有了这些信息，提供咨询服务的银行（还有许多此类的网页）都会替你算出你“合理”的储蓄计划，并且告诉你在不同的年龄段应该如何调整各类资产的配置。虽说你不见得要去购买银行接下来要推销的产品，了解这些信息对于你的储蓄计划是有帮助的。

《南华早报》　　（2009.1.11，13版）

不为将来做好准备的高昂代价

金融危机使本来就不足的养老金更加捉襟见肘

【梗概】据最新调查，中国香港超过50岁的居民有87%说他们没有养老金计划，30%说他们靠政府的养老救济；33%从来没有关注过他们的强

制养老公积金里面的钱是如何投资的，50%说他们从来都没有跟金融咨询师谈过如何为退休做好计划。根据统计数据，到2033年，中国香港社会65岁以上的居民将会超过25%，目前是12.6%。专家说："如果你每月将收入的5%存起来，但是希望退休以后能每月拿到50%的工资，这基本上是不可能的。如果你上了50岁才开始存钱，那么你要存的比例应该高许多。"

个人投资的几点总结

股市明天什么样，你我都不知道，有可能更高，有可能低。花心思去研究其实是件很徒劳的事情，今天做出的投资决定的后果有可能更取决于运气而不是能力或者眼光。但是，完全不去理睬股票投资是和自己将来退休以后的小康生活过不去。所以，对于跟我差不多的懒人，我推荐基于风险管理的投资策略：不求放个卫星，只求稳健成长。

这种投资策略不需要花太多时间，只需保证自己有一个相对比较多元化的组合。在股票方面，没有必要去单个选股，挑选一两只成本比较低的指数基金，每月都买一点，就行了。如果还有时间和心思，可以加买一些积极型的基金。

这方面的书籍非常多，下面的几点总结是基于我们在书中谈过的一些话题。

结论1：没有免费午餐

听上去很简单，但却是一条很基本的金融学的基本原理，也是平素经

常被人忘记的，尤其是市场和大家心里都轰轰烈烈的时候。如果有人告诉你他的投资之道只赚不赔，听上去好到不像真的，十有八九，这种投资途径不是真的。

在股市上投资或者投机，想找捷径的人总是很多，也有些人能够找到。这其中的确有人靠的是本事，但是绝大部分人靠的是运气。找到捷径很辛苦，因为捷径本来就少，找的人又多，所以有了捷径很快也会被踩成大路，这也就是金融学里面所说的无套利原则。想找到有本事找到捷径的人同样辛苦，找到之后人家收费还特别高，这一点也已经被实际数据充分证实，所以，在我们看来，还不如老老实实地走大路。省事、省心、凭运气的成分要少许多。平常有人说：懒人别炒股票，这自有它的道理。

有两点要说明：走大路并不是说要把钱统统存到银行账户上，或者去买国库券。做一些以风险控制为主导的股票投资是合理的，甚至是必要的。前面我们提到，银行里的存款，或者国库券，虽说损失本钱、利钱的可能几乎没有，但是并不是没有风险，通货膨胀可能会蚕食存款的购买力。另外一点，有本事能找到股市投资捷径快速发财的人基本上不会给你我点评股票，不会在新浪网上发表股评，也不大会建议我们把钱给他去投资，有本事的人正忙着打理他自己的投资组合呢。

没有免费的午餐，中国的股市如此，债市如此，买房子如此，投资开煤矿亦如此；哪一个国家都差不多。

结论2：只有承担风险才能带来回报

风险是将来赔钱的可能性。有赔才能有赚，只赚不赔是免费午餐，与

第一点相悖，只赔不赚是你相信别人给你的免费午餐式的投资计划后把钱交给别人打理的结果。

风险是将来赔钱的可能性，这里有三点值得注意：首先是“将来”，那就是说与时间相关，短期内赔钱的，长期可能不赔钱，抑或相反；其次是“赔钱”，那么，赔的钱有可能多，多到血本无归，多到可能比你的投资还大，也有可能少，比如只是损失每年的利息，所以，这里面有一个量的概念；最后是“可能性”：可能性有大有小，风险也不同。对风险的衡量，要综合这三个因素，缺了一个，就有可能对风险估计得不全面。有很多貌似合理的投资建议就是只看其中的一点或者两点，忽略了全局。

股市上只有承担风险才能得到回报，这似乎是很自然的事情。与赌场上一样，有可能赔钱，有可能赚钱，所以常常有人把这两者相比较。但是投资和赌场有一个根本的不同：把一个常去赌场的人（赌徒代表）的输赢最后平均下来，一般来说是个负数。问开赌场的老板是如何赚钱的就知道了。把所有去赌场的人的输赢全部平均，结果肯定是个负数。但是如果我们找一个投资代表，把他多年的投资盈亏平均下来，一般来说是个正数。把所有的股票投资人的长期投资盈亏作一个平均，得到正数的可能性也是非常大的。不是说在投资的时候没有赌场老板类似的人物，事实上有很多：银行、券商、基金、托管、交易所、政府，谁都要咬你一口，但是股票投资过程中能创造财富，本来是一块大饼，后来有可能变成一块半、两块，大家都能分点儿（当然不总是这样）。相比之下，赌场上只是个财富的转移（从赌徒手里到赌场老板手里），如果不计赌徒从赌博中得到的快乐，单从赌场上看并不创造财富。所以，只有承担风险才会有回报，但不是所有的风险都能带来回报。

不是只有承担风险才能得到回报，而是风险和回报大致成正比。风险高的投资回报也就更高。如果你寻找的是回报高、风险低的投资机会，别忘了，每个人都想有一匹既能跑又不吃草的马。真有这样的好东西，要卖给你马的那个人自己肯定早就买了很多匹。等到轮到你，马的价格已经很高，本来是高回报低风险的东西，现在变成了低回报低风险，甚至是低回报高风险。

那么，风险的高低是如何决定的呢？这个问题我们下面说，因为不是所有的风险都有回报，所以我们更关心的应该是能带来回报的风险的高低。

结论3：不是所有的风险都能带来回报

赌场上的风险不一定会带来回报，但是投资开赌场的风险很可能会带来回报。那么究竟什么风险能带来回报呢？用常理来说，只有那些能创造财富的风险才应该带来回报。但是这个定义在实践中很难应用：哪个投资创造了财富？哪个没有？况且这个定义有些以成败论英雄的味道，本意会创造财富但是实际上赔钱的风险（这样的投资肯定会有，要不然还叫什么风险呢？又成了免费午餐。）算不算呢？很难说。但是，是否创造财富这个标准虽说难以应用，道理应该是没有错的。当你投资的着眼点是风险控制的时候，这应该是你要问的第一个问题。买一个公司的股票，这个公司赚钱吗？买公司债券，这个公司赚钱吗？买房子，如果把房子租出去赚钱吗？赚多少或者赔多少、可能性和时间期限：这又回到了我们上面说过的风险三要素。

但是这三要素又是因其他林林总总不确定的因素而造成的。比如一家经营赌场的公司，它的风险可能和能否拿到政府批文、能否争到那一片地、能否买到俄罗斯出产的俄罗斯轮盘之类的不确定因素相关，等等，这些风险能带来回报吗？对一个以风险控制为主导的投资人来说，这些风险是不会带来回报的。

从金融理论上说：只有系统性的风险才有可能得到回报。笼统地说，股票投资的系统性风险指的是它如何和大市、如何和整个经济大环境相挂钩。换言之，系统性风险指的不是一个投资机会如何会因为能否获得政府批文、能否争到那一片地、能否买到俄罗斯出产的俄罗斯轮盘而受到影响。这些因素对一个开赌场的公司（和赌场公司的股票价格)很有关系，有时候可能是生死攸关，但是这种风险对以风险控制为主的投资人来说是不会带来回报的。为什么呢？因为投资人可以降低甚至消除这类风险，最简单的避险办法就是不要把钱全部用来购买一只股票，可以东买一点，西买一点，这家公司有可能大赔，那家公司有可能大赚，互相抵消，剩下的就是跟着大市的涨落、无法进一步降低的风险，这就行了。这听上去好像很被动，像整一个迟早要被套牢的冤大头，但是有两点让人放心的证据：第一，有大量的数据证明，一个多元化的股票投资组合在较长的一段时间会给投资人带来远高于银行存款利率的回报；第二，大部分金融业内人士很少花时间去短炒股票，他们的投资一般都是多元化的股指基金。往里一放，一年看个一两次，别的时间爱干什么就干什么吧。

最后，再提一句，放在银行里面的钱并不是我们所想的那样毫无风险，抛开如果银行倒闭，国家保证赔偿的数额有可能低于你的存款额这个风险不说，银行里的钱生钱的速度是银行利率，但是有时候银行利率低于

物价上涨的速度，所以，你的钱的购买力实际上在减少。把大笔的钱放在银行里实际上可能是个非常有风险的举措。怎么办呢？应该拿出一部分的钱去买房子、还房贷、买股票、买债券，等等。一句话：通过多元化的投资来降低风险。

结论4：多元化、多元化还是多元化

风险，尤其能带来回报的风险，是可以控制的，风险的大小也是可以转化的。比如，从短期来看，股市的风险要比存款高出许多，但是，如果你的眼光能放远一些，远到10年以上，股市的风险在某种意义上其实比存款小，因为股市长期增长的速度应该和国民经济的增长速度差不多，通常会远远高于通货膨胀的速度。

控制风险最有效、最不需要动脑筋的武器就是多元化，这谁都懂：不要吊死在一棵树上呀,不要把鸡蛋放在同一个篮子里呀，都是这个意思。那如何多元化呢？手头的资产都是存款？可以买些股票，买些债券，买点基金。钱不急用就多买点，有可能急用，就少买点。投资股市但是只买两只股？多买几只吧。多少只才够呢？大概二三十只吧。各样都来点，不要因为你喜欢吃肉就买30只生产火腿肠的公司。现在工具很多，多元化的眼光可以更远一些，外国的股票和债券也是多元化的好工具。多元化也可以是时间上的多元化，每月买一些，就会降低在最高位建仓的风险。每月都买一些：不会完全错过机会，也不会一下冲进去给别人端那个什么盆子。

那么，究竟买18只还是28只股票，买雨润还是买双汇，或者去买瑞士的雀巢呢？说实在的，这些问题没有多大意思，因为没有什么好的答案。

公说公有理，婆说婆有理，今天你说对了，明天轮到我。那么，关于投资选股的问题如何回答呢？懒人的意见是：交给职业投资管理人。对小户来说，就是去买基金。

结论5：职业投资管理人和基金

我们前面已经总结过了关于职业投资管理人和基金的研究结果：

·投资基金的净回报整体来说很少比大市好，一般低于大市。中国过去两三年，基金的平均回报超过股票指数，这在世界各国是很少见的，是个反例，但是它的可持续性是非常值得怀疑的。中国基金的平均表现迟早会低于股票指数的表现。

·过去好的基金不一定将来也好。如果你只是去买过去表现好的基金，这并不一定要比你随便挑一只基金的将来表现要好。

·管理费越高、基金中其他成本越高、交易越频繁、管理越积极的基金总体回报越低。

·追踪基金评级公司的等级投资是没有什么用处的。

《华尔街日报》　　（2008.12.8，M1版）

又该是冲出股市战壕的时候了？

【梗概】许多赫赫有名的基金管理人在过去一年中说过捞底的时候已经到了，2007年4月美盛集团（Legg Mason）的比尔·米勒说：“已经到底。”2008年10月美国杰富瑞投资银行（Jefferies）的阿尔特·豪甘说：“今

天的大跌给股市定下底线。”问题是，许多专业人士在过去数月中都错误地认为股市已经探底。

针对上面的几个问题，我们可以从实际出发用以下对策：既然基金一般跑不过大市，那么最好选取一些指数基金作为投资的主要工具，辅助选取一些积极型的基金来锦上添花。指数基金的表现和大市差不多，选取指数基金对过去的表现不需做太多的评判，指数基金不用浩大的研究队伍和工资高昂的交易员，所以费用自然低。懒人只要大致决定要投百分之多少在股票，多少在债券（这不是个简单问题不过我们这一次不说了），多少国内，多少海外，然后选几家费用最低的指数基金就得了。

上面的投资方案当然是针对最懒最懒的懒人，稍微勤快一些的，可以花些时间把这个简单方案装扮得稍微好一些。比如，我们前面已经提过股票的小公司异常、价值异常和动量异常，你也可以考虑购买一些这类的基金。

选择基金比较重要的一个考量是管理成本比例，有许多研究结果发现：费用越低的基金，表现越好，所以，选择基金，管理成本应该是一个非常重要的指标。管理成本应该包括管理费用，还包括认购和赎回时的费用。

结论6：衍生工具，结构性产品

有时候免费午餐不叫免费午餐，而叫结构性产品，或者叫衍生产品。它们的花样繁多，有关于股票的、股指的、债券的、利率的、外汇的、商品和金属的、有用期货的、用期权的、有保本的、有沽空的、有投资期限

不定的、有用很少的钱就可以做很大的买卖的，等等。

这类东西本身并没有什么不好，许多其实是很好的规避风险的工具。但是，对于投资数额不大的懒人投资者来说，它们共同的一个特点就是交易成本高，尤其是不容易察觉的交易成本。各种中介总是很热衷于卖给你这类产品，很多情况下其实并不是因为它们觉得这类产品能让你赚更多的钱，而是因为它们得到的手续费更高。所以，在一般的情况下，你应该避免购买这类产品，虽说它们听上去很好，但是任何时候都没有免费午餐。这类产品，可以锦上添花，但是做不到雪中送炭。

投资房地产

房地产投资是古老的投资话题，在很多人的资产组合里要么是零，要么占有相当大的份额，买卖房屋对很多人来说考虑的因素不仅仅是将来一两年房价是上涨还是下跌，很多人买了房子也不会因为价格上升或者下降而考虑出手，所以如何处理房地产投资的问题常常是一个专门的话题。但是在最近20年这种情况有了很大的变化，许多新的金融工具的出现也使房地产投资“证券化”了。也就是说，你可以像买卖一家公司的股票一样买卖房地产。这些金融工具有的不是新的：比如房地产开发商的股票，但是有一些是新的，比如在最近20年快速发展的不动产投资信托。另外，目前也有房地产的共同基金和交易所买卖基金供投资者选择。

房地产投资的回报一般和通胀是挂钩的，所以它有防通胀的功能（很多金融资产都是和通胀背道而驰的）；而且，在一般情况下，房地产价格的起落和其他很多资产没有什么直接联系，这两点都决定了房地产投资对

于资产多元化、分散风险的特殊作用。正是因为这些金融工具的出现，很多投资人都会在资产组合里面专门设定房地产的额度。

技术分析

技术分析是一种投资方法，与它相对的投资方法是基本面分析。所谓基本面分析，对于股票来说就是公司的各项业务分析、行业分析和宏观经济分析等，对于债券就是货币政策分析、信用风险分析和通货膨胀分析等，对于外汇就是购买力平价分析、贸易顺逆差分析和宏观经济分析等，总之是通过先假定A影响B，先分析A（基本面），然后预测B将来的走势。技术分析走的是不同的道路，它一般只看某个金融产品过去的价格，然后判断它将来的走势。正因为这一点，也有人把技术分析和占星术等同起来。技术分析的历史悠久，在投资行业的追随者很多，书店里面有很多关于技术分析的书籍，这个金融投资行业的占星术之所以能生存的一个原因是，很多人对基本面分析的有效性持很多疑问。过去20年有不少金融研究来专门探讨技术分析的有效性，结论并不一致，我们也没有篇幅完全介绍。总结一下，有好的消息也有不好的：好的消息是很多技术分析方法的确能赚到超额回报，不好的消息是这些超额回报的来源基本上是金融产品的价格趋势。另外，也没有什么证据显示越是深奥的技术分析越能赚钱。

短炒赚钱吗

专门研究短炒的资料不多，因为短炒没有一个确切的定义：一个月对于许多机构投资人来说算短炒，但是对于许多个人投资人来说又算长炒（不知道有没有这样一个词）。一些研究资料重点关注那些在一天之内买

卖股票的短炒者，因为关于他们的投资行为有一些比较可靠的数据。根据一些关于美国、英国和中国台湾股市短炒的研究文章，我们可以做出以下总结：

·2/3～4/5的短炒投资人是赔钱的，有的资料显示赔钱的比例更高。

·短炒家里面有些是赚钱的，其中极少数赚钱很多。

·短炒家整体平均的盈利和大市的走势相关程度很高。

·另有一些资料显示，从事短炒历史比较久的投资人的回报高于新手的回报。

虽说没有更多关于散户短炒投资回报的研究，但是我们可以做以下的推断：目前有大量的资料显示，机构投资人的整体回报低于大市的回报，但是如果把机构投资人的管理费加进去，那么机构投资人的整体回报大致和大市回报持平。换句话说，机构投资人既没有从散户那里赚钱，也没有赔钱。那么散户作为一个整体的回报也应该是大市回报。散户中有长期投资的和短炒的，长期投资的应该得到大市的回报。最后的结论：短炒的散户的整体回报也是大市回报，但是（一个非常重要的但是）要减去交易费用。经常进进出出的交易费用有可能很高，所以短炒平均是赔钱的买卖。

金融业内人士如何理财

金融业内人士对证券市场和投资知识的了解一般比社会大众多，但是业内人士积极投机炒股的却不多，尤其是在欧美的业内人士。这方面的研究资料不太多，只有一些泛泛的报道。总的来说，业内人士炒股的不多，

尤其不短炒。当然，许多国家的监管部门都限制金融业业内人员短炒，买卖证券都需要批准和备案，尤其是投资银行内财务咨询部门的雇员；各家银行又有自己的规定，通常是将全球最严的监管规定统一用到世界各地。客观地讲，这当然限制了短炒。但是，这只是针对那些有可能接触到内幕消息的少数人的限制，而不是普遍的限制，总体来说业内炒股的人数还是相对比较少。

那么业内人士是如何投资的呢？这是我们看到的报道和我们所接触到的一些情况的大致总结。

·现金的部分较一般人多。

·国外存养老金有一定限额的税收优惠，绝大部分的业内人士都会把限额用满。

·投资的部分一般是用基金，在全球分散投资，股票基金居多，费用较低的指数基金居多；直接购买股票的比较少。

·一般不会因为短期的市场波动表现而快速调整投资组合。

·一般人都购买自己住的房子，手头盈余的现金先用来还按揭贷款。

·买房子作为投资的人多于买股票的，买房子的考虑更重要的是租金收入。

·相对来说有比较多的人可能更愿意逆向投资。“相对来说”是指比普通的投资者稍微比例高一些，但是金融学里面一个很难解释的问题是，为什么会有那么多的机构和个人随大流。

·很多人会考虑投资参股一个新的生意。

·很多人采取各种手段（比如投资海外基金），合理避税。

·极少有人购买各种所谓结构性的投资产品，除非产品的主要功能是避税。

除此以外，金融业内人士很多都与你我一样，不会花太多的时间去打理自己的投资组合，很多该做的事情都没有做。

为什么业内人员炒股的不多呢？我想是因为业内人员更知道股票赚钱不容易，跑赢大市更难吧。为什么不用那些令人眼花缭乱的投资产品呢？大概业内人员更知道银行从这些产品上面赚多少钱吧？一般这类结构性产品都可以用交易成本较低的普通产品复制或者代替的。

《经济学人》（2008.7.19，87页）

讣告：约翰·邓普顿

拾遗篇

本篇介绍几个不好安排在前面四篇但是非常重要的话题。金融投资行业是一个从实际出发的行业，我们在本章看看过去几十年中金融投资理论中最重要的发展和它们与金融实践的联系。我们专门在第19章来看看金融行业的个人有些什么特征，这些信息和观察——虽说有的不免偏颇或者主观——可能对人们了解很多各类金融事件有帮助，也对很多打算以后在金融行业就业的学生有些用处。2007年开始的次贷危机已经演化成可以和20世纪30年代的大萧条相提并论的全球经济危机，我们在第20章简单分析它的始末。最后一章我们大胆预测金融行业今后20年的发展趋势。金融行业过去上百年中最重要的一个特点就是不断根据时代的变化和要求演变，为社会创造新的产品，为自己谋取利益，虽说我们预测的很多事情很可能会不准确，但是金融行业的这个特点是不会变的。

【本篇要回答的问题】

·风险管理到底如何完成？它究竟是一门科学还是艺术？

·金融理论和实际相差多远？金融学科的毕业生在学校所学的理论究竟有多少用处？

·学生在学校里应该注意学些什么，以后才能在金融业谋职？

·2007～2008年的金融危机的罪魁祸首是谁？

·中国金融业的发展趋势和你我的关系是什么？

16　风险管理

最近20年的发展，从经验到科学

风险管理应该是过去20年中金融行业里面发展最快的一个部门，据全球风险专业人士协会(GARP)2007年的不完全统计，专业从事金融风险管理的人员超过7.4万，并在快速增加。全球有几十个大学授予风险管理的学士、硕士和博士学位，并且有类似CFA这样的专业风险管理认证。风险管理顾名思义就是发现、评估、管理和报告一个公司、一个投资项目或者一种金融工具里面所包含的风险，这里面的四个环节——发现、评估、管理和报告有着同等重要的意思。我们说过风险就是潜在的赔钱的可能性，那么发现风险的意思就是要找出赔钱的可能性是由哪些风险因素引起的：

·是不是市场价格的波动？市场风险。

·是不是因为借款人的违约？信用风险。

·是不是电脑系统出了问题，或者后台工作人员出了纰漏？操作风险。

·是不是由于文件不齐，引起客户的法律控诉？法律风险。

·是不是名声受损，引起人们的不信任？名誉风险。

金融的风险类别还有很多，但是最主要的是前面三种。每种风险因素给金融机构、投资项目或者金融工具造成的各种敏感性或者潜在损失也叫风险敞口。

发现了风险因素之后要应用各种方法，对这些风险敞口做出合理的评估，最近20年这个行业的发展很大程度上体现在评估方法的计量化和科学化，大学里面讲授的风险管理课程也主要是这方面的数学和统计学的知识。很多过去大家都觉得隐隐约约、似是而非的风险现在都可以用很复杂的公式计算出来赔钱的可能性和赔多少钱。金融机构的风险管理人员和他们庞大的电脑系统花很多时间做这方面的工作。但是也有人批评说：现在做风险管理的大部分是短视的科学家，能在各种假定的前提下仔细分析出种种风险，但是他们可能对稍微远一些的海啸的到来置若罔闻。最近常常有人提到的两个名词，一个叫“肥尾”，一个叫“黑天鹅”，意思都是说金融里面的（其实生活中其他方面也是如此）很多风险都是不常来，但是一来就吓你半死的那种，很多风险管理的理论和实践都忽视了这种风险。

弄清楚风险有多大之后就可以采取对策：如何处置这些风险？这里的两类主要工具我们都说过了：一个是多元化，另外一个就是对冲。多元化就是尽量减少单个风险敞口的大小。比如银行贷款，对各个地区、各种行业、各种年限、各个公司等都有最大的限额，就是为了多元化。对冲就是采取金融交易的手法来直接减少某种敞口，比如某公司从银行贷款，银行可以把贷款出售给第三方，这就是一种对冲；银行也可以去购买一份某公司违约的保险（这叫信用违约掉期），如果公司违约，银行收不回贷款，但是可以从信用违约掉期合同那里得到补偿。

最后，风险管理要把各种风险和管理之后的结果用各种方式传给决策者、监管者、普通投资人。

市场风险的种类

市场风险主要包括：

·债券风险。

·股票风险。

·外汇风险。

在债券风险里面，又包括利率风险和信用利差风险。如果你是学习风险管理或者从事风险管理工作的，那么从上面的各个大类里都可以分出很多小类，小类还可以细分。

个人如果投资了这些金融工具，就会有这些风险。即便不投资，个人可能通过按揭贷款有利率风险，个人的养老金账户上也会有上面提到的三种风险。

公司在全球经营，所以有外汇风险。公司为了改善资本结构借债，又存在债券风险，其中主要是利率风险，因为信用利差风险反映的就是公司本身的风险。公司也有一定的股票风险，比如公司如果将来考虑发股融资，或者公司需要购买股票来作为经理人的激励机制，或者公司代管公司员工的养老金，等等。所以现代公司的财务部是一个非常重要的部门，不仅仅是会计出纳，还要处理公司的各种风险。

国家要管理国家债务和外汇储备，所以有外汇风险和利率风险。国有的养老金和很多私有养老金最后的责任还是国家，所以国家还有股票风险。有时候国家的股市可能会受到海外投资者的打压，有的政府可能会出来干预，这也算是一种股票风险。

金融中介的风险就更大了，因为它们的各种生意本来都是风险，它们的资产负债表上每一行都是风险。

总之，不管是谁，都会有各种各样的金融风险。

风险评估的主要工具

各种风险都可以用金融模型来模拟和计算，模型的意思就是使用一些数学和统计学的公式来模仿现实生活中的价格变化，如果模仿得差不多，就可以用这些公式来推断将来会如何，从而计算风险。很多金融机构都使用各种金融模型来评估自己的各种风险，评级公司使用模型来分析违约的可能性，监管机构使用模型来判断金融机构的风险有多大、计算银行的资本金的充足率如何。当然，模型是人定的，需要各种假设，而且没有任何一个模型能完全模拟现实生活的种种变化，所以一味依赖模型只能是只见树木不见森林。

常常使用的一个风险评估指标叫做风险值，其实它后面是一类相关的模型，全球很多银行和其他金融机构都使用这类模型。这个指标的好处是它直截了当，整个银行的风险值可以用一个数字来表示。20世纪90年代中期，摩根大通的总裁在每天下午4：15，纽约股市收市15分钟后会收到著名的《4:15报告》，这份一页纸的报告就是整个银行所有活动的风险指标，最后可以总括成一个数字。风险值的意思就是某个投资（或者公司、工具）在今后的某段时间里（比如说一天或者一个月）以某种可能性（比如说99%或者95%）赔钱不应该超过的数字。如果某公司一天99%的风险值是100万元，那么该公司后面一天99%的可能性赔钱不超过100万元。

换句话说，有1%的可能性赔钱超过100万元。超过了赔多少？谁都不知道。这也是风险值的一个最致命的问题：忽视肥尾。风险值的概念首先是用于评估市场风险，但是现在类似的概念已被使用在其他各种风险类别中。

风险管理的主要工具

管理风险的主要工具可以大致分成是事先的硬性规定（各种限制）和事后的对冲。很多金融机构都会有各种风险管理的限额，规定某种风险最高不能超过多少，这种规定涵盖的范围可能很广，而且规定可能很细。这类限额都是事先制定的，制定的依据一般是本着多元化的原则。其实这类风险限额不应该被看做一系列人为创造的屏风，只要在屏风之内行事就万无一失，它们应该是各个公司、机构风险管理政策的一部分，更重要的是整个公司有明确的管理目标，参与风险管理的人员责任、权利和利益都事先定义得很清楚，这些都应该是风险管理政策的有机组成。

事后对冲的工具五花八门，各种金融衍生工具的作用尤为重要。在银行交易里，最经常听到的一句话就是“我们如何对冲”，意思是说，银行跟客户做了一笔交易，银行如何采取措施，对冲自己的风险。比如：如果有人向银行买了日元，卖了韩币，那么银行的敞口就是长日元，短韩币，银行要对冲的话就要抛出日元，购买韩币。衍生工具具有灵活、容易交易的特点，所以经常用于达到对冲的目的。许多衍生工具最初的目的就是为了方便客户对冲。

金融工具的特点各异，有很多金融工具的特性随着时间或者市场条件

的变化而变化，所以过去曾经是合理的对冲工具很可能在将来变成不合理甚至是危险的工具，风险管理人应该事先就想好各种可能出现的情况并且要不断根据最新的状况调整。

信贷风险管理

信贷风险的主要问题是要处理好两个信息不对称的问题：逆向选择和道德风险。银行可以采取一系列的措施：

·监控、收集信息，保证契约保护条款不被违反。

·建立长期信贷关系，这对客户和金融中介都有利。金融中介可以威胁以后不借款。

·提供贷款承担，这也有助于长期关系。

·抵押。

·补偿结余，比如，要求借款方把他们的现金账户也开在银行，这样可以观察现金进出的规律。

·限制信贷额，比如给借款方一部分要求的款项，而不是全部。如果银行因为信用风险高而提高贷款利率的话会加大信用风险。

最近20年里，银行越来越多地使用金融工具对冲的方式来控制信贷风险，其中很多我们前面都说过：贷款的二级市场销售、银团贷款、购买信用违约掉期合同、贷款证券化出售等。这些措施使银行控制信贷风险的手段更为丰富，但是也有人认为这些新的方法使银行掉以轻心，放弃了尝试

过数十年的一些好的传统方法。

风险管理的主要问题

很多量化的风险管理指标，比如风险值，通常是按照过去几年的数据来判断将来，所以在几年的风平浪静之后人们开始麻痹大意。但是风险来了之后它又惊慌失措，迫使银行抛售资产，进一步增大风险。还有，它仅仅代表99%的概率下的最大风险，其实更重要的风险是如果那1%的“超大”风险万一出现的话会是什么情形。有些银行采取所谓压力测试的办法，那也只能是作为辅助的工具，因为那1%的风险中包括的情形有些是事先无法预见的。

金融创新制造出许多新的产品，它们缺乏历史数据来对它们进行检验，而且，由于它们是新的产品，所以很多情况下银行原有的风险评估、管理的体系和常规不一定能适用于这些新的产品，因此有时候出现的情况是“一叶障目，不见泰山”。

过去银行是按照风险的种类把风险管理人员分成几个相对独立的部门，比如市场风险管理和信用风险管理（银行所面对的最大的两类风险），但是这一次的金融危机清楚地展现出了这种按照部门分配的局限性。次贷本来应该毫不含糊的是信用风险，但是经过打包证券化之后却变成了市场风险。银行的市场风险部门还是认为信用风险部门会进行评估和管理，而信用风险部门却认为这是市场风险部门的事情。此类的问题在银行中越来越多见。比如银行的贷款可以拿出去在二级市场买卖，银行可以通过市场购买信用违约掉期来为自己放出去的债务保险等，信用风险和市

场风险的界限越来越模糊。

风险管理的发展趋势

过去20年是风险管理行业快速发展的行业，这个势头将来应该会持续，尤其是金融市场还在发展完善过程的那些国家，因而我们认为这个行业仍然需要大量的人才和投入。但是过去20年里一味追求量化，使用各种从量子物理、流体力学中借来的模型的做法可能会有所改变，而一些很传统的风险管理方法和策略很有可能回潮。新的风险管理方法应该会对肥尾风险更为关注。对于过去20年中高速增加的各类柜面市场交易的衍生工具，以及一些超级复杂或者毒性很强的衍生工具的风险管理方法也需要改善和提高。

17　理论与实际挂钩

引言

金融学是经济学的一个子学科。简单地说，经济学研究的是如何分配有限的资源，金融学研究的是如何在对未来不确定的情况下分配资本。资本市场日益发达，金融的地位得到提高，金融数据越来越多，也更加普及，电脑的计算能力越来越发达，金融学逐渐成为一个独立的学科，它是研究预算、储蓄、投资、借贷、放贷、保险、多元化和匹配对冲的科学。

金融学研究的基本原则其实很简单，有以下几个方面。

·同物同价，以及与此相关的套利原则。套利行为使同物同价原则得以保持，其实这个原则也就是经济理论里面所谓的“没有免费午餐”的一个翻版。

·个人一生的投资、储蓄的决定是要把个人的福利最大化。其中所受的限制条件就是一生的消费的净现值必须要小于一生的劳动和投资所得，外加（减）遗产。

·控制风险，选择最佳投资组合。主要是用两种方法：一是多元化，另一个是匹配和对冲，两者都必须考虑。

·税收和交易成本的考虑很重要。

主要的金融理论我们在本章中会谈到。不过，很多金融理论对金融业

的实际影响并不大：市场并不是十分有效，资本市场定价模型无法制定出大家都能接受的价格，投资组合理论也仅仅能给个大概的方向，与常识所给出的方向相差也不太多。为什么会这样呢？其中一个最主要的原因是，这些理论都要对市场、价格变化、市场参与者做出许多假设才行，实际生活中，这些假设常常都是错误的或者不完整的。所以，从很大程度上讲，金融研究最重要的方向应该是理论与实际不符的地方，而金融行业则是建立在对理论的怀疑上。如果完全相信理论，很多金融行业都会消失。比如，如果完全相信有效市场理论，那么绝大部分的基金都应该关门，只剩下些指数基金就够了。

金融理论也不完全是和实践脱节的，有一个很突出的例外，那就是期权定价理论，这个理论真正对过去30年金融行业的发展影响深远，我们在本章中也会介绍。

有一种说法把储蓄和投资说成是对立的，其实这两种活动是一回事情。一般人认为储蓄就是放在很安全的存款账户里面，投资就是购买风险比较大的证券，其实也不然。风险因人而异。比如，长期债券对于长期投资人的风险有限，但是对于短期投资人的风险就比较大。

常识有失误的时候，但是在金融行业，尤其如果你是金融行业的客户，常识要比金融知识重要。关于金钱和投资的常识都经历过了千百年的考验，金融知识不过百年，大部分不过二三十年，所以，如果遇到关于金融投资的问题、说法、广告等（尤其是广告）和常识冲突时，我们认为最好的办法是宁愿犯傻，走守旧路线，相信常识。

最近这二三十年，也是金融创新的二三十年，所以你会听到、看到许

多新的金融产品，投资理念，如果有些听上去好得不像真的，那么那些东西很可能就不是真的。很多情况下，你要问问，如果这样好，那么销售人员为什么不自己去买？为什么他不借钱去买？你还要问问：我能赚到这么多钱，那销售人员能赚到什么？他是如何赚的？这些问题都不是从金融知识里来的，大字不识一个的老奶奶就知道。

金融理论最近50年的最大突破

笼统地说，包括以下几个方面。

·无套利原则，也就是同物同价。它被莫迪利亚尼和米勒用在1958~1961年的资本结构无关理论上；被罗斯在1976年用在套利定价理论上；最重要的是被布莱克-斯科尔斯1971年用在金融衍生工具定价理论上。

·有效市场理论，也就是说，市场根据所有信息来制定价格，如果个人凭借公众信息去投资的话一般来说是跑不过大市的。

·净现值。计算将来一系列的现金流用今天的现金来折算的话是什么数值，折现要考虑到时间和现金流的风险。这个技术可以用到任何一个项目、资产或者公司，有人把生孩子、结婚这样的行为来折现，最直接的应用当然是国库券的定价，用红利贴现模型来计算股价也是一个应用。

·衍生工具定价。衍生工具的价格因相关资产而来，那么它的价格也应该和相关资产的价格有联系。1973年布莱克-斯科尔斯-默顿应用无套利原则，建立了衍生工具定价的原则。它现在变成了社会科学里面应用自然科

学的手段最成功、最精确的一个典范。它的使用现在已经渗透到金融行业的每一个角落。金融行业最近30年的长足发展最应该感谢的就是这个理论。

·投资组合理论和均值方差分析。投资组合的多元化，考虑到各类资产之间的相关性，降低投资组合风险。我们前面已经说过这个理论，它为整个投资管理中介和基金这种工具奠定了理论基础，虽说它在实际运作中的使用有限。

·风险资产定价理论。建立在投资组合理论之上，解释各类证券如何定价，号称是现代金融的两大（外加有效市场理论）或者三大（再加上期权定价理论）基石之一。这个理论在现实的应用中问题颇多，所以不是很常见，在公司项目评估计算贴现率或者计算所谓门槛回报率（投资项目要求达到的最低回报率）时有可能用到它。

·公司资本结构无关理论和公司红利政策无关理论。诺贝尔奖得主莫迪利亚尼和米勒在1958年和1961年的两篇划时代的文章，意思是说，在完美的条件下，公司的股和债的比例（资本结构），以及公司发多少红利，对公司的股价没有什么影响，因为投资人可以用间接的方法达到同样的目的。当然，在现实生活中，公司的股债比例和公司的分红比例对股价是有影响的，因为市场不完美。莫迪利亚尼和米勒更大的贡献是提供一套方法，使人们能够研究、分析资本结构和红利如何影响公司股价，整个投资银行里面的公司财务顾问这个行业也是建立在这个理论之上的。

·回报曲线的研究，固息证券的定价。这是过去100年中不断发展的领域，从1908年费雪的贡献，到1938年麦考利久期的概念（现在还广为使

用），到1985年考科斯、英格尔索和罗斯的利率定价理论，这是各类债券定价的基础，1985年的突破则为规模庞大的债券类和利息类衍生工具提供了基础。

这些理论大部分我们在前面已经提过，下面着重说一下其中的有效市场理论和衍生工具定价理论。

有效市场理论

有效市场理论说：如果市场有效，那么凭借市场上大家都知道的信息是没有办法获得超额回报的。换句话说，目前市场的价格就是大家应用目前所有信息（不光是过去的信息）对未来所做的最好的预测。有效市场理论并不能保证预测是准确的，但是它认为预测的偏差是没有规律，没有办法事先预测的。关于无法准确预测股票价格的统计学研究从20世纪30年代就出现了，60年代被萨缪尔森等学者理论化。他们提出来：证券价格未来的波动取决于未来新的信息，但是未来新的信息本来就是无法从过去和目前现有的信息里面推断出来的，如果能推断出来，那么也就不能叫新的信息。正因为如此，将来的价格走势完全没有办法从目前的信息里面推断，所以将来的价格走势是随机漫步，无法预测。用来研究金融，有效市场理论是一个很强大的理论。20世纪60年代芝加哥大学推出了包含美国证券市场价格数据的数据库，引发了一大批关于股票价格预测的实证研究，大部分的研究结果都支持有效市场理论，也就是说，基本上没有什么办法能从已有的信息中判断出股票的未来走势。

美国曾经有报纸做过试验，找了八位股评专家，在年初挑选五只股

票，然后让一只红毛猩猩也选五只，年末来看大家选的股票的表现：有的股评专家比红毛猩猩强，但是也有的要差。我们前面谈过了关于专业分析师的股评的问题，其实专家的股评和随便选几只股票的表现没有什么本质上的区别，这是市场有效性的一个自然结果。我们还说过，主动管理的共同基金的平均表现都要比指数差，这又是一个市场有效性的例证。有的共同基金在一段时间能超过指数，可惜很多研究结果都表明，基金过去的表现和将来的表现没有什么关系。另外，很多人迷信的种种技术分析方法和其他分析方法相比也没有什么大的区别，基本上没有证据显示技术分析方法分析股票或者外汇要比其他方法优越，所有的方法都基本上赚不到超额回报。

那么有什么反对有效市场理论的证据吗？我们在市场和工具篇里面的“如何赚钱”小节说过一些可能赚取超额回报的途径，那些都应该看做有效市场理论的反例。但是如果很多人都试图来用某种方法来赚钱，那么赚钱的可能性也会越来越低。下面的几个方面也是被视为违反有效市场理论的。

·元月异常。过去几十年中有不少统计研究认为股价元月份表现好于其他月份。这也许是因为新年新开始，很多人在年初进入股市引起的。也有人认为是各种投资人公司在年末处于税务的考虑会抛售一些股票。最近10年，大公司的股票基本没有这个效果，但是小公司还存在。

·市场过分反应异常。市场价格的波动常常超出新的消息应该带来的合理范围。而且相对于公司的预期红利或者基本面的波动，股价波动太大。也许是因为炒家太多。

那么这个理论能给普通的投资人有些什么启示呢？

·不要相信股评专家。

·不要相信别人的内幕消息。除非你是最先知道的人，而且这个消息是真的。在许多国家这样的内幕交易都是犯法的。

·不是有了利好的消息股票价格一定会升。只有利好消息是市场没有估计到的时候股价才会升。

·不要花时间去研究股票，也不要时而买进时而抛出。你没有办法打败市场，这样只会为券商创造财富。别忘了，券商的财富，就是你的损失。小投资人，应该买基金，尤其是买管理费较低的基金。

金融衍生工具定价理论

金融衍生工具定价理论应该说是现代金融学的最为成功的一个理论。默顿和斯科尔斯1997年因此获得诺贝尔经济学奖，布莱克死于1995年，但是他的名字也被诺贝尔奖委员会提及。这个理论最重要的突破是将衍生工具的价格与基础资产和债券的价格挂钩，并且提出人们如何通过一系列买卖基础资产和债券的交易，如何复制衍生工具。它的另外一个突破是上面的这种复制行为和将来基础资产的价格走势没有关系。正因为这个理论，金融行业能够制造出林林总总、数额庞大的衍生工具。

其实除了为各种衍生工具定价之外，这个理论也可以应用在许多领域。比如，一家公司的股权可以看做一个看涨期权，因为只有公司将来的整体价值超过公司的负债总额的时候股权才会有价值，所以可以采用期权

定价理论来为公司的股权定价。公司在营运过程中会面临很多选择：什么时候投资扩容，什么时候减产，什么时候花钱进行科研开发，什么时候放弃一个项目，这都会对公司的价值产生影响，这些将来的选择和将来的不确定因素相关，也可以采用期权定价理论来为这些选择定价，从而能有更为精确的分析，这类研究叫做实物期权研究，是金融研究一个比较新的方向。

金融理论的失败之处和挑战

我们前面说过，除了金融衍生工具定价理论之外，纯粹的金融理论在金融投资中的运用并不多，金融这个行业和金融学这个学科所关注的其实是为什么理论和实际有如此大的差别。即便是最成功的金融衍生工具定价理论，在实际运用的时候更重要的也还是如何通过各种方法弥补它的不足，但是正因为有了这个理论，才能知道差别和不足，所以我们倒不认为这是金融衍生工具理论的失败之处。

未来金融理论研究的挑战之处是什么呢？至少应该包括以下几个方面。

·金融理论一般假定人们在做出金融决定的时候是理智的。但是如果人们在做出金融决策的时候不是完全理智的话会有什么样的后果？一个新的金融子学科是行为金融学，它主要要回答的就是这个问题。它同时还想找出人们为什么不完全理智的理由。这个问题的回答可能也会回答其他一些问题，比如，为什么金融市场有许多理论解释不了的现象？为什么许多人都认为自己比市场更聪明？为什么市场的交易量会那么大？

·股票风险溢价为什么会存在？投资股票的回报通过风险调整后一般比人们预期的要高出不少，所以大家都认为长期投资股票是好的，但是金融理论对此却没有好的解释。

·市场的流动性究竟是如何变化的？为什么有时候一家投资公司在很短的时间内会一下子因为流动性不足而倒闭？为什么有的公司甚至能把一个国家的金融体系拖垮？

·为什么市场有时候会崩盘？为什么有时候市场会完全失去理智？

·国际资本流动：为什么会流动？它有什么后果？

·监管如何能在不妨碍金融创新和预防系统性风险之间找到最合理的平衡点？

·金融业内人士的收入需不需要监管？如果需要监管的话，应该是一种什么样的模式才能达到调动人们积极性和预防系统性风险的最合理的平衡？

18　其他金融现象

引言

本章介绍几个新的或者是比较特殊的金融现象，这些都是有意思的话题，但是又不容易放到本书的其他章节，其中包括2009年年满十岁的欧元，包括目前用得最多的一个词“金融危机”的成因，包括为什么有些城市能够成为世界金融中心的，最后是这几年因为海湾石油收入而日渐重要的“伊斯兰金融”。

货币联盟和欧元

欧元的前身是欧洲货币单位，始于1979年。它为欧洲各国的货币之间的汇率设定目标价位，并在目标价位之间设定区间，市场汇率如果出了区间，相应的中央银行会出面干预。欧洲货币单位是欧洲各国货币按照一定权重算出来的人造货币单位。

1991年的12月，欧元成员国同意了货币联盟的时间表和条件，其中包括各国通货膨胀率、汇率、政府财政赤字和国债总量的限制。1999年元旦，成员国各国汇率固定，2002年欧元现钞开始流通。

为什么要成立货币联盟呢？从经济的角度来讲，统一货币可以增加物价的透明程度，降低物价，增加交易；同时，它可以降低各种交易成本。后续的研究表明，欧元在这两个方面都确实起到了一定的促进作用，从经济上讲欧元的诞生是个成功的范例。从政治角度来讲，欧元使欧洲各国的

政治联盟进一步深化。

但是也有很多批评意见。货币联盟就意味着货币政策的统一，同一个货币政策要针对欧洲各国步调不一致的各国经济，常常是驴唇不对马嘴。同时，欧元成员国政府的财政政策也受到限制，不能在经济不好的时候任意发债增加开支。欧元的另外一个目的是增加劳动力的流动性，这一点欧元到来之后并没有什么起色。欧洲各国各地区之间的劳动力流动性和美国相比一贯比较差，欧元的出现也没有改变这一点。

欧元的另外一个预期效果是增加欧洲资本市场的效率，这一点也逐渐被一些研究资料证明的确在慢慢发生。

欧洲中央银行的主要任务是：

·制定和改善货币政策。

·进行外汇操作。

·管理欧洲外汇储备。

·提高欧元成员国各国货币体系的平稳运作。

但是和一般中央银行不同的是欧洲中央银行不是最后贷款人，这个职责仍然由欧洲各国的中央银行来完成。

金融危机

有些人认为金融危机和有效市场理论相悖，但是也有理论说在有效市

场的条件下也可能发生泡沫和金融危机。1987年10月19日的股灾是不是由于股票或者经济的基本面一夜之间突然差了很多呢？许多人认为不是，有很多人认为股价不只反映对基本面的预期；即便是预期，也可能是不理智的预期。应该说，市场的心理对于股价是有影响的，有时候还可能是主要的影响。所以，金融危机的理论包括对市场结构、人们如何形成预期这些问题进行分析和研究。

一般来说，金融危机的过程是这样的：

·利息升高。这带来一个逆向选择的问题，只有风险高的人才来借款，只有风险高的银行才放款。别的银行停止放款，投资降低，经济萧条。

·整个社会经济的不确定性增加。

·银行资产负债表变坏。

·股市大跌。

这是一个不断自我加大的向下漩涡：首先是利率升高，道德风险和逆向选择问题都变坏；然后经济衰退，银行和存款人都开始惊慌失措；道德风险和逆向选择问题进一步变坏；经济进一步衰退；突然间股票和其他资产价格大跌，道德风险和逆向选择问题进一步变坏；经济进一步衰退。另一种可能是，道德风险和逆向选择问题都变坏；外汇价格大跌；道德风险和逆向选择问题进一步变坏；然后经济衰退；然后银行和存款人都开始恐慌；经济进一步衰退。

一般来说，金融危机的国家都开始会有大量短期资金流入，这也就是

人们通常说的热钱。这些钱的流入造成过度投资，许多当地的公司都会以外币借款，而这些国家一般都实行固定汇率机制。等到风向一转，热钱快速流出，外汇吃紧，汇率下跌，当地公司开始无法偿还外币债务，造成更多的资金外逃，汇率进一步下跌。

拉丁美洲发生金融危机的频率较高，20世纪八九十年代的金融危机给拉丁美洲国家带来重大的经济损失。拉丁美洲国家的经济危机大都是类似的进程：银行业从很少竞争到很多竞争到恶性竞争，银行大量放款；政府的监管放松；银行尤其是给不动产行业放款，忽视风险管理；房价开始下跌；银行面临倒闭；最后政府用纳税人的钱买单。各个国家的银行危机基本上都是同一个模式，造成的损失有大有小，大的像20世纪80年代初的阿根廷，政府买单的费用相当于该国国民生产总值的一半。

金融危机有什么解决办法呢？好像也没有一个万用药。有的专家认为固定汇率是一切的根源，但是对于像中国这样的发展中国家，如果不实行固定汇率，有可能对经济造成不必要的波动。很多国家在金融危机开始的时候实行外汇管制，比如马来西亚，许多外国评论家都认为这是一个有损投资人信心的下策，会带来长期的损害。但是也有人认为这是正确的，因为大家都要买外汇，外汇储备很快就没有了。如果等着国际货币基金组织来帮忙，早就来不及了。也有的国家，比如智利，给短期游资课税，一般认为这是一种比较合理的措施。学者一致的意见是政府应该加强私有经济在国民经济中的比重，因为私有经济的弹性比较高，应对金融危机比较快，而且不会像政府政策那样造成长期的损害。

金融中心

这个话题这两年比较热，大家都在谈论究竟是北京还是上海能成为世界金融中心之一。

伦敦是世界金融中心，为什么呢？有几个理由：

·它的时区正好在亚洲和美洲中间，比较方便。

·它的悠久历史。伦敦的金融区有超过500家外国银行，又有大量的律师行和会计行。

·欧洲美元市场主要在伦敦。

·英语是全球性语言。

……

是不是金融中心，自然不能只看楼房盖得高不高，电脑系统先进不先进，下面一些因素通常被认为是重要的：人力资源素质、监管环境、商务成本与商务环境、政府效率、税收优惠以及法治环境等。以这个标准，全球比较重要的金融中心为：伦敦、纽约、中国香港、新加坡、苏黎世、法兰克福、日内瓦、芝加哥、东京、悉尼。

另一个为世界金融中心排序的咨询机构依据的指标包括五个方面：一是人力资源，包括人才可得性、劳动力市场的灵活性、商业教育程度以及人力资本发展程度。这个指标被列为第一位，很显然人的因素永远是最重要的因素，金融中心也不例外。二是商业环境，包括管制水平、税率、腐败水平、经济自由度以及开展商业活动的难易程度。管制水平是商业环境的重要组成部分，管制的程度以及管制的效率都值得纳入商业环境中去考

虑。三是市场准入，包括证券化水平、交易的股票和债券的数量和价值，以及众多金融机构的集聚效应等。四是办公成本。五是总体竞争力，更一般性的宏观因素，包括价格水平、经济灵活性，以及宜居程度等。

伊斯兰金融

现代意义上的伊斯兰金融始于1970年后，当时伊斯兰银行在沙特阿拉伯和阿联酋出现。所有伊斯兰金融的工具和交易都要符合伊斯兰教教法的原则，其中相当一部分来自《可兰经》。有两种金融行为是伊斯兰教法所不允许的：一是投机，二是收取利息。所以说，现代金融的主要工具债券受到怀疑和挑战。此外，从事不良行业的公司，如赌博和色情，也不在投资之列。判定一种金融工具是不是符合伊斯兰教法是由一些伊斯兰学者来完成的。许多我们书上说过的金融工具经过变革和处理都可以成为符合伊斯兰教法的工具。许多政府和机构都在最近几年发行了符合伊斯兰教法的债券，包括印度尼西亚政府和英国政府。有些政府明确表态要把自己的首都建成伊斯兰金融业的中心。

伊斯兰金融对英美体系里面的投机行为加以限制，各种金融工具和交易都要体现风险共享的原则。但是金融创新使许多西方金融里面的基本工具都有了相对应的伊斯兰金融工具，其中包括债券、沽空的手段、对冲基金等。

根据最新的数据，2008年初伊斯兰金融业的资产有7000亿美元，而标准普尔则分析说伊斯兰金融业控制着大约4万亿美元（0.3倍美国，1.2倍中国）的资产,据估计以每年10%~15%的速度增加。全世界信奉伊斯兰

教的人口占世界总人口的20%，但是金融工具里能合乎伊斯兰教法的不超过1%。

19　金融界中的个人

和金融界人士打交道

金融行业虽然没有给人们带来很多家喻户晓的正面人物，但是如果算上丑角的话这个名单会陡然加长：不管是哪一段的历史，不管是哪个国家，都有不少卷入各种丑闻的金融界人士，其中不少人单枪匹马把一些规模庞大的金融中介拖下水，很多人知道内幕消息受不了诱惑而把消息兑换成钞票，最后身败名裂锒铛入狱，有的人依靠各种把戏把投资人手里的钱骗到自己手里……这样的故事无论大小实在太多太多了。

有人因此断定：金融业是一个骗子行业，里面都是骗子。在这场金融危机中也有很多人认为金融界人士没有道德，为了自己的利益，不惜牺牲大家的利益。年成好的时候他们大饱私囊，年成不好的时候需要纳税人填他们千万亿美元的窟窿。

金融行业的欺骗是不是要比其他行业高呢？金融行业的从业人员的道德是不是比社会总体水平低呢？我们本书以介绍事实为主，我们只能说从我们看到的研究材料来看没有足够的证据支持或者反对这种说法。

我们出于下面两条理由认为，和金融界人士打交道时人们必须多加小心。

·他们的收入。在很多情况下金融界人士的收入类似于抽成，相当部分是固定抽成，而且一般是在交易成交的时候抽成的。这使金融界人士有动

机误导客户，令客户购买过多产品、高价产品，或者购买眼下看起来比较好但是将来风险比较大的毒性产品。这种情况当然任何一个销售产品或者服务的行业都存在，但是在金融里面可能比较多或者比较难以被投资人发现。原因之一是金融产品的特殊性。

·金融产品的特殊性。金融产品的功用（也就是回报）一般要在一段时间之后才能显现出来，在买卖成交的时候很难看出。金融产品面对的正是未来的不确定性，所以大多时候投资人无法区分到底是被误卖了产品，还是因为现实世界的风云变幻。

当然我们上面所说的是和金融界人士在生意上打交道的时候，而不是私下交朋友的时候。

《经济学人》　（2008.12.20，119~120页）

世纪大骗局

麦道夫事件

【梗概】麦道夫50年前靠做海边的救生员赚到的钱开创了他的证券公司，50年后麦道夫的超级“庞氏”王国却无法保持浮在水面。据说他承认他的欺骗行为将带来的损失可能会达到500亿美元，2008年金融海啸波及全球，这一年最后以这样一个丑闻结束……麦道夫公布的投资回报在过去很多年中不管市场如何都在10%左右，这本身就该给投资者敲响警钟。麦道夫的股票经纪业务目前也受到审查，被指称是“超前交易”。

最重要的一点是，投资者必须自己帮助自己。这个“庞氏”金字塔的规

模可能史无前例，但是它的教训却是古老的：把鸡蛋分开放，不管是好的还是不好的回报你都应该审慎。尤其是在市场很好的时候，欺诈的诱惑和投机的可能在同步增长。

银行里面都有些什么样的工作人员

我们这里总结性地介绍一下银行中的工作人员。

·财务顾问。包括给企业提供财务顾问的人（上市、并购、重组、破产等），给企业提供各类风险管理咨询的顾问，给个人（包括富人还有你我）提供理财的顾问等。

·交易人员。也就是操盘手，从事交易的人员。商业银行和投资银行都有，交易国库券、按揭产品、股票、公司债券和各类衍生工具。交易员必须能很快做出决策，还必须能约束自己，该斩仓就斩仓，没有什么叫做“套牢”的暧昧概念。

·销售人员。卖、卖、卖。既要了解客户想买什么，也要想尽办法推销他的雇主想让他们推销的产品。

·投资管理人员。指基金的管理人。他们决定买什么、买多少、不买什么。

·研究人员。有研究股票的、各种债券的、外汇的、各类商品的、宏观经济的，也有研究风险的。

·计量金融分析师、金融工程师、金融结构师。这年头什么都要靠数字

说话，所以银行里到处都有专门与数字和各类衍生工具打交道的计量金融分析师。

·市场风险管理人员。主要是决定银行的各种交易活动能做还是不能做，能做多少才在合理的风险之内，然后监控内部的运作、监控市场的变化、监控客户的变化，及时调整。

·信用风险管理人员。控制银行因为借贷和交易关系产生的信用风险。信贷关系的信用风险很直观，交易关系有时候比较复杂。

·中台、后台人员。管理交割和清算之类的工作。

·IT。现在的银行都是靠各种电脑系统来完成它的日常运作，所以银行会有一大批的电脑人员。

·律师。负责财务咨询、各种承销、各种柜面工具，以及有大量的文件要看。

·人事。银行工作人员换工作非常勤，所以人事部也忙。

·市场。负责协调广告、赞助、与媒体关系等的人。

·当然，不能忘了大量的商业银行门市部的工作人员。

性格、能力和学历

什么样的性格、能力和学历才能到银行工作呢？这个问题常常有人问及，尤其是在考虑第一个工作的毕业生，我们能说些什么呢？

·你学的是什么不重要，银行里面有学新闻的、神学的、文学的，也有大量学经济、金融的，还有很多学电脑、数学、各类工科学科的。

·学历也不是很重要。有很多职位很高的人学历很低，不过和计量金融相关的部门有可能全都是博士。当然，在竞争很激烈的时候，好的学历能让你在面试之前更有可能得到面试的机会。

·你要快速适应变化，善于利用身边的资源，完成任务。

·你要有合作精神。这不是说左右逢源，恰恰相反。

·你要善于表达。但是这是可以学到的。

·如果是刚刚从学校毕业，你要做好吃苦的准备，长时间的工作，很大的压力，该死的老板，总是在星期五下午5：30给你布置一大堆任务。

·如果你还在选科阶段，可以考虑不选金融或者经济，而去选数学、物理或者计算机，这样倒有可能增加你进银行的可能性。

·你要敢于去争取自己的权利（包括奖金），该跳槽的时候就跳槽。

金融业的收入

一般来说，金融行业的收入高于其他行业，在很多情况下可能会远远高于其他行业。美国国家劳工统计局的数字显示，投资银行工作人员的平均工资是美国全国平均工资的十倍，2007年美国投资银行高盛平均每人全年的奖金达到了480万元人民币。一个刚刚毕业的应届大学毕业生，如果到投资银行工作，其前两年的平均收入应该比其他行业的平均收入高

50%~100%。这个差别随着时间的推移，不但不会缩小，还有可能增加。

为什么呢？下面是我们从一些学术文章和非学术文章总结出来的几条理由。

·金融行业里面聚集着社会精英，能人的比例高于其他行业，所以收入高。但是这也是个鸡生蛋蛋生鸡的观点，有可能是因为收入高所以才聚集了这样一批人。而且，这不是充分条件，因为大学和研究所也是人才济济，但是收入却是一般。

·金融行业高风险，常常会因为经济萧条而被炒鱿鱼，所以要求收入高来弥补这种风险。

·金融行业工作压力大，工作时间长。的确是这样，很多人需要加班，拼死拼活地，赚的钱再多也没有时间花。业内的人常说：把他们的工资除以加班时间，还赶不上倒茶水的女工高。肯定是胡扯，但是也不是完全没有道理。

·金融行业是一个卡特尔，它们勾结起来，提高门槛，阻止外面的人进来，这样竞争机制才不会发生作用，这个行业仍然能从客户那里收取高额佣金，从业人员也能继续拿到高额收入。

·金融行业的平均收入高，但是平均值被其中高收入的个人提高很多，其实大部分从业人员的收入只是略高，没有统计数据那样邪乎。为什么高收入个人会拿到如此多的钱呢？就是因为许多金融行业的客户都害怕出问题，所以要找名气最大的银行、基金、保险公司等，出了事自己也好有个

交代，所以，名气大的中介和个人收入要比平均水平高出许多，这也意味着有许多中介和个人的收入远在平均水平之下。

过去30年应该说是金融行业的黄金岁月，单看美国，金融业的利润占所有公司的总利润的比重从20世纪80年代初的10%攀升到2007年的40%，金融行业的股票总市值占所有股票总市值的比重也相应从6%上升到23%，金融行业雇用的人数不过占私人公司总雇员人数的5%。这样少的人，创造了那么多的利润，工资高也不难理解。但是，这次的金融危机使许多人认识到整个金融行业的高利润是建立在高杠杆、高风险的基础上的，所以我们可以预计，金融行业的黄金时代过去了。将来虽说仍然美好，但是想要重复过去30年的盛况几乎是不可能的。

《经济学人》　　（2008.11.22，77~78）

吃了的吐出来

金融行业的收入

【梗概】“村民们已经拿着火把堵在城堡的大门外面了”，一个金融业收入咨询师这样说。正常的时候银行家的高得出奇的收入让一般人听了就想吐，现在经济萧条而始作俑者正是银行家，人们纷纷拿出了叉耙！瑞银被赶走的总裁退还了还没有收到的1200万瑞士法郎的奖金，其他像高盛、巴克莱、德意志银行的最高层都宣布今年放弃奖金。但是绝大部分的奖金都是由中下层的工作人员瓜分的。高盛2008年的前三个季度仍然预留出了114亿美元作为员工的当年奖金预算。有人问：既然银行业那样差，为什么这些人还能拿到奖金？其实很多人的确拿不到，很多人连工作都会丢

掉。瑞银最近提出一个新概念：有奖金，就有罚金。如果银行明年表现不好，那么工作人员要把过去拿到的奖金退回一部分。

根据调查，今年最高管理层估计奖金会下降70%，债券部门下降40%多，投资银行30%多，资产管理和商业银行20%多，私人银行家最幸运，奖金预期下降10%左右。

20　2007~2008年的金融危机

引言

2008年以来，人们提的最多的就是金融危机，但是很多人又不太清楚为什么会有这样一场危机？为什么美国的房屋抵押贷款能给全球带来肃杀的冬天。本章我们大致介绍这场危机的成因，并且讨论究竟谁是罪魁祸首。

《金融时报》　　（2008.8.5，5版）

一次错误转弯的代价

大冰封时代的到来——银行业的将来

【梗概】……从2007年8月到2008年8月期间，全球各国银行的市值减少了1.6万亿美元……很多人担忧这次危机使投资银行相对于商业银行的优势被大大削弱……

美国房屋市场泡沫和次贷按揭贷款

1998~2005年，美国房屋价格每年都已接近或者超过两位数的百分比上涨。这其中有很多因素，很重要的一个是美联储在科技股大跌和“9·11”事件后长时间保持过低的利息。很多人认为房屋价格的走势只有一个方向，那就是冲上更高的天空，所以相对过去而言，有更多的购房者抱着投机的心态来购买房屋。与此同时，美国的次贷按揭贷款比例大幅度

上升，许多过去没有能力从银行借到钱买房子的人也加入了购房的行列。2005年，美国住在自有房产的人口比例达到了历史最高点69%。

次贷没有监管或者法律上的严格定义，大致意思是，按照过去的银行按揭标准不能通过的按揭贷款。次贷按揭的借款人通常有以下特点：

·没有足够储蓄支付首期。

·有过去的不良信用史，比如被银行屡次拒绝提供信用卡，或者有借钱不还的前科。

·缺乏完整准确的反映收入情况的文件，比如连续的工资单、税单等，很多人没有正式、长期的工作。

所以，凭常识就能知道，这些人是借钱不还的高危人士。但是，2000~2007年，美国次贷按揭的总额从810亿美元上升到了7300亿美元，增长了800%，而同期美国所有贷款总额仅仅增加了不到100%。次贷在按揭贷款总额中的份额从3%上升到12%。除了次贷之外，另外还有一类按揭贷款，叫Alt-A，信用情况稍好，但是也达不到过去的银行按揭贷款标准，这类按揭债务在按揭贷款总额中的份额从1%上升到13%。两项加起来，美国目前6万亿美元（0.4倍美国，1.8倍中国）的房屋抵押贷款中大概有1/4不能达到标准。

虽说不能达到标准，当时按揭借出去的时候各方都皆大欢喜：借款者买到了房子，银行收取借款利息，房子价格不断上涨，借款者能套出一笔现金购买中国制造的东西，支撑美国（和中国）经济，银行也不会因借款者不还钱而忧心。

直到房屋价格不再上涨反而开始下跌的那一天。

2004～2005年，全球商品价格上涨，美联储开始上调利率，美国各地的房价已经上涨到了许多城市居民承担不起的高度，价格上涨似乎到了顶峰，未售出的房子数量开始增加。

次贷按揭的特别之处

过去美国的房屋按揭贷款一般都是30年期限，固定利率，借款者在购买房子的时候支付一定的首期，一般在20%～35%之间，银行（在美国和其他一些西方国家还有其他类似银行的购房互助社一类的机构）通过收取个人的短期存款获取资金，提供按揭。20世纪80年代末，越来越多的房屋抵押贷款变成浮动利率的，这样银行把利率风险转嫁到借款人的头上，但是随之带来另外一个后果：银行的利率风险虽然小了，但是信用风险增加，因为浮动利率的按揭贷款如果日后利率升高的话可能会使有些借款人无力还款而违约。次贷贷款绝大部分都是浮动利率的，所以它的信用风险高于固定利率的贷款。另外，很多次贷前两年或者前三年的利率都是优惠利率，低于正常市场利率，诱使一些本来无力承担风险的人士入市购房，进一步增加了潜在的信用风险。

我们提过商业银行业过去二三十年里面一个重要的变化就是20世纪70年代开始的证券化，这在很大程度上体现在商业银行的按揭贷款业务方面。到2007年，美国证券化的按揭贷款占了全部贷款额的一半左右，其中新发的次贷的证券化比例更是高达80%以上。换句话说，本来银行向次贷借款人提供了按揭，他们是债主和借款人的关系，所以债主会对借款人的

还款能力非常关心，但是由于证券化的关系，大部分的按揭贷款都被打包之后卖出去了，所以商业银行执行贷款标准的态度不像过去那样严格是可以理解的。

这类风险很高的“垃圾”贷款在打包之后为什么会有很多投资人购买呢？

次贷获取AAA的信用评级

次贷被投资银行打包之后变成按揭证券，一般一个“包”会被分成三类按揭证券，分别是高、中、低信用等级，如果“包”里面的按揭贷款有违约情况，损失首先由低信用等级的按揭证券来承担，依次上推。“包”里面的按揭贷款的利息和还款额却是先付给信用级别最高的按揭证券，这还不是证券化的全部。投资银行又把许多按揭证券集合起来，进行二次打包，并且加入了一些金融机构的担保（这些金融机构后来很多都倒闭了），发出各种信用级别的抵押担保证券（后来也有把各种抵押担保证券进一步打包的，发出来的证券叫抵押担保证券平方，本来信用级别不到AA的各种垃圾证券，经过打包之后，又有80%多可以获得AAA的信用评级！可见金融创新的走火入魔和评级公司的违背常理。另外有一种金融衍生工具，叫做信用违约掉期，在这个期间交易量剧增，从2001年的1万亿美元左右上升到2007年的47万亿美元（3.4倍美国，13.7倍中国）许多投资银行后来改用违约掉期来打包，制造所谓合成抵押担保证券，这就是可以避免抵押担保证券发行总量有限的限制。2006~2007年，合成抵押担保证券的发行量超过了非合成的发行量。贝尔斯登、雷曼兄弟的倒台和美国国际集团的接受监管都和它们交易的数额巨大的信用违约掉期合同有关。 ）。信用评级机

构通过各种计算，虽说这些证券的背后主要是次贷按揭贷款，但是绝大部分的这类证券以AA或者AAA以上的信用评级。由于2000~2005年利率比较低，所以许多投资者追求高回报产品，为这类产品提供了需求，投资人包括美国和欧洲的银行、保险公司、养老金公司等。

其中两类投资人值得单独提一下。一类是对冲基金，它们购买和交易大量的抵押担保证券，尤其是风险较高的品种。为了提高回报，对冲基金一般会从投资银行那里借钱，增加杠杆。另一类是银行专门设立的结构性投资机构，这类投资机构通过在货币市场发行短期的商业本票来获取资金，然后购买各种抵押担保证券。只要有足够的外界投资人，这类投资机构不用出现在银行的资产负债表上，银行却可以收取开设费用和管理费，所以这类结构性投资机构非常流行。但是等到危机开始以后，商业本票市场崩溃，外界投资人赎回，银行不得不接盘，把它们重新拿回资产负债表。

正是因为上面提到的各种环节，所以传统的银行和按揭借款人之间的债务债权关系被打破，据估计，美国买房人的一半的钱都不是商业银行提供的，不受美国联邦储蓄的监管。资金的来源就是各种证券的投资人，所以也有人把这个资金渠道叫做“影子银行体系”。

问题扩散

有人估测，次贷和各类次贷相关证券的总亏损大约是5000亿美元左右：虽说是一个庞大的数字，但是不到美国按揭总额的5%，不到全球所有银行和其他金融机构贷款总额的0.5%，它为什么会引起这样大的一场海

啸呢？这主要是因为次贷危机引发的“流动性危机”。

2007年夏天，美国（前）投资银行贝尔斯登麾下的两只对冲基金出现流动性问题。这两只对冲基金投资的都是AAA级别以上的抵押担保证券，但是随着美国次贷的违约率上升，AAA的信用级别难保，证券投资出现亏空。由于对冲基金都使用杠杆，所以亏空额被放大，7月，两只对冲基金都被关闭。这时候市场对其他AAA级别的证券价值出现怀疑。随后，法国和德国的两家银行分别宣布它们投资的美国抵押担保证券出现亏损，这使大家的怀疑得到确认。购买了许多这类证券的银行和其他金融机构在市场上都被交易商像躲传染病病患一样躲闪，再后来，家家银行都觉得交易对手可能有传染病而避免和对手交易，因此伦敦同业拆借利率和同期政府债券利率之间的利差攀升到2%，并且高居不下，正常情况下这个利差不到0.10%，因为银行之间互相拆借的风险是很低的。但是那时候已经不是正常情况，许多银行纷纷宣布巨额亏损，发行股票筹取资金，明天不知道又是哪一家银行宣布破产或者被收为国有。

商业票据市场几乎陷于停顿，因为谁都不敢去借钱给别人。货币市场基金不再购买结构性投资机构所发行的商业本票，设立这些投资机构的银行不得不把它们重新拿回自己的资产负债表上，致使银行需要进一步囤积现金，加剧流动性的危机。

流动性危机的加剧还有其他三个原因：

·流动性和资产价格的互动关系。在各类次贷相关的证券价格出现下跌后，银行需要出售证券来满足资本充足率的要求，对冲基金也需要出售证券来满足给它们借钱的银行的保证金的要求。但是因为它们要出售，所以

证券价格进一步下跌。流动性和资产价格上演一出越转越低的双人旋转舞。

·按市价核算的会计原则。这是过去20年中会计原则的一个主导方向：只要有市场价格的资产或者负债，除了有特殊的理由之外，都应该用市场价格定价把它放进资产负债表里面。由于流动性的危机使许多资产的市场价格远远低于其合理价格，这使一些机构报出不甚合理的巨额亏损，并且迫使这些机构忍痛甩卖，进一步压低价格，增加市场恐慌。

·安全投资转移。流动性危机中，人们出现恐慌，许多投资人会把资产转移到他们认为比较安全流动性比较高的资产中，这也是为什么虽说美国是危机的源泉，但是美元和美国国债却受到追捧的主要原因。

在一片慌乱中，人们最想要的资产只有一种：现金。流动性危机自己为自己推波助澜，一步步滑得更深，直接造成整个社会的信贷紧缩。

次贷和次贷类证券的问题通过流动性危机波动到其他领域：首当其冲的是商务按揭抵押贷款及其各类证券；公司债券市场利差上升，价格下降，尤其是垃圾债券和高杠杆的债券；私募基金行业是下一个，因为它们通过债券市场和银行债务来增加杠杆和回报，它们的资金来源被堵塞，过去五六年的私募基金的黄金岁月告一段落；对冲基金从银行借钱十分困难，不得不抛售资产，降低杠杆，对冲基金管理资产第一次出现大幅度下降。这还只是限于金融投资行业，因为银行在整个经济生活中的中心作用，以及它制造信贷的功能，流动性危机也蔓延到各行各业、全球各个角落。

清点损失

究竟这次次贷引起的金融危机造成了多大损失很难说，但是肯定远远超过次贷和其他按揭贷款本身的5亿美元。各国银行宣布的损失注销已经达到5亿美元左右，但是全部的直接损失应该是这个数字的两三倍，相当于美国5%~10%的国民生产总值，这其中还不包括商业按揭贷款损失、个人消费贷款损失（信用卡、车贷等）和公司债务损失。

其中的一部分损失，大约一半，由各国银行承担，另一半由各种投资机构承担。

因为银行贷款额的大幅减少，对经济造成的间接损失很难估计，一般认为至少会使美国国民生产总值的2009年增长率降低2%。

各国政府的对策

各国政府在危机刚刚开始时采取的是观望和轻描淡写的处理方法，随着事态的严重性日益显著，多国政府在2008年不遗余力，有的政府还采取了前所未有的手段挽救摇摇欲坠的金融体系和国民经济。

为了缓解流动性危机，美联储大幅度放宽了它对各种金融机构贷款的尺度，将利率下调到接近零，颁布了新的法规，取缔各种松懈和不良的按揭贷款做法。美国的两大按揭贷款机构房利美和房地美被国有化，中央银行直接成为个人按揭贷款的债主，美联储注资850亿美元成为美国国际集团的最大股东。2008年9月，某家货币市场基金的市值低于面值，这对本来极低风险的货币市场基金来说是不可想象的，许多投资人纷纷开始赎回

货币市场基金，结果加剧了流动性危机。美国财政部宣布给所有的货币市场基金（超过34万亿美元面额，2.5倍美国，9.9倍中国）提供担保。与此同时，美国证券交易委员会禁止沽空上百家金融机构的股票。美国国会2008年10月通过了法令，允许财政部使用7000亿美元的巨资购买银行的各种资产或者直接向银行注资。

其他各国也采取了相应措施，应对流动性危机带来的直接和间接影响。这主要包括降低利率，为整个经济提供更多的信贷，将摇摇欲坠的银行收归国有，降低税收，加大政府开支等。

截至目前的教训

目前虽然还不是痛定思痛的时候，但是以下几点教训是比较公认的：

·当金融创新把银行和按揭购房者这样一个简单直接的债主和负债者的关系拉长战线以后，各种监管要本着原来监管的原则，应对新的情况，增加市场的规范性和透明度，防止杠杆在无形中拉高，防治系统性风险的堆积和道德风险的出现。

·各国监管都应该加强协作，通过各种途径，获取有关那些受监管和约束比较少的各种金融机构（比如受监管很少的对冲基金行业，再比如过去没有受到中央银行监管的投资银行）的信息，这样能够尽早发现问题。比如，美国按揭贷款行业的“影子银行体系”并不接受美联储的监管，对于各种对冲基金总的投资组合和它们对金融业的影响也很少有全球性的信息和监管协作。

·监管和各种金融机构应该对流动性的风险管理有充分的认识和准备，尤其是认识到在流动性危机中流动性和资产价格的互相向下的拉动，以及在流动性危机中如果杠杆过高的巨大风险。

·银行的资本充足率的要求和按照市场价格定价的原则在流动性危机中有可能会加剧危机的程度，造成整个社会的信贷收缩。

另外一个谈得比较多的是整个金融体系的风险和回报相匹配的问题，这其中包括银行知道某家公司出了事情会由国家兜着所以承担铤而走险的道德风险；包括银行就业人员，尤其是投资银行的银行家享受巨额奖金但是却不承担其客户或者股东所蒙受的投资损失的不对称回报；包括“贪婪有理”的投资银行文化；包括银行家的奖金和银行短期表现挂钩，所以银行家有动机做出短期利好但是长期利空的举动；包括评级公司拿着投资银行的钱为投资银行设计出来的各种证券评级的问题。许多这类问题都在监管当局的考虑之列。当然在报纸头版头条出现最多的是银行的高级管理层和头牌交易员不管银行表现如何都拿到数千万美元奖金的报道，所以有很多人都觉得最该管制的应该是银行的这些贪得无厌的家伙。但是虽说这一点听上去能够大快人心，真正要实施的话却有可能是帮倒忙——银行作为一类特殊的机构，如果缺乏优秀的管理人才，最后受害的是我们大家。

谁是罪魁祸首

关于谁是罪魁祸首，众说纷纭，但是有以下几个候选因素。

·格林斯潘。将美国利率放得太低、太久，货币政策太松，造成全球热钱涌动，流动性过剩。另外，他没有及时意识到“影子银行体系”所带来的

风险，而只是一味推崇金融创新所带来的风险转移的好处。

·美国政府。明明知道风险就在眼前，但是睁一只眼闭一只眼，反正大家手里拿的储蓄和资产大部分都是美元，备不住美国政府打开印刷机印钱。

·美国消费者。只顾消费，不顾储蓄，近几年的净储蓄几乎是零，完全依靠借债和房屋的升值来消费。

·利欲熏心的银行和其他金融中介。只顾自己的奖金，把什么垃圾都能打包变成AAA评级的资产。

·对冲基金。金融投资行业的秃鹫，见死不救，幸灾乐祸，伤口上撒盐。比如看到银行出现问题就纷纷开始沽空银行股，加剧恐慌。这一点后来被一些研究证明是不符合实际的指控。

·整个金融体系。每隔一段必然出现一次危机，每隔比较长的一段必然出现一次比较大的危机。

·杠杆。全球金融体系的杠杆过高。

其实说只有一个罪魁祸首是将问题过分简单化。许多原因联合起来造成了这场危机，它的解决方法也应该是多方面的、有针对性的。希望这次危机之后在革新的体系下相似的危机不会再一次发生，但是另一场新的金融危机几乎可以肯定就在转角处。

《经济学人》　　（2008.5.17，1～26页）

国际银行业特别报告

【梗概】……2002～2007年，华尔街投资银行的杠杆上升，美林和高盛从十七八倍上升到二十七八倍，摩根士丹利、贝尔斯登和雷曼兄弟则上升到33%左右……

美国金融服务业的利润占全美所有公司的利润份额从20世纪80年代的10%上升到了2007年的40%。根据咨询公司麦肯锡的计算，美国银行业2006年的利润要比全球零售业、医药行业和汽车行业的总利润还要高。因此，一段旷日持久的调整看起来不可避免。

21　展望未来

养老金

养老金的话题我们在本书不同的章节中提过不止五六次，正是因为它的重要性。金融行业的从业者也好，作为兴趣关注金融的人也好，个人投资者这也好，对金融毫无兴趣的人也好，都将在今后的30年直接受到养老金问题的影响，金融行业许多新的变化也将和它直接相关。这个定时炸弹已经开始嘀哒作响了：在西欧，退休人员数量已经超过16岁以下的青少年人数。

展望未来

·各类私人或者国家的养老金所拥有的资产占整个金融资产的比例将会不断上升。

·养老金行业的资产配置（比如股票和债券的比例，国内和国外资产的比例）和投资手法将对金融资产的相对和绝对价格产生关键的影响。

·很多国家的债券市场都将有长足发展。

·很多国家都将继续出台新的法规政策，通过税收等杠杆，鼓励或者强制人们尽早开始为将来储蓄。

·法定退休年龄将不断被调高。

·个人养老金账户将不断被做实，而且会有法规保护个人的这部分资

产，使其类似于个人的储蓄账户（但是在退休之前不可以任意支取，退休之后也必须要按照一定的规则来支取）。

·养老金的投资权（和风险）进一步转移给个人。

·年金市场的完善。

·各种关于人们预期寿命的问题。金融衍生工具的出现使寿命风险的定价和管理更为完善。

·养老金市场和人寿保险市场进一步交叉和融合。

在金融市场还有一种说法：过去的30年应该是股票投资的黄金年代，其中一个原因是第二次世界大战后的新生儿参加工作，从20世纪七八十年代开始大规模储蓄，包括购买房屋，但是这些人陆续开始进入退休阶段，也就是开始消费过去储蓄的阶段，那么他们要做的一件事情就是出售股票，出售第二套房屋，将大房换成小房，购买回报比较稳定、风险较低的债券，所以过去30年的股票超额回报将不再出现，房屋价格的持续上涨也将告一段落。这个观点虽说目前还没有进入金融投资行业的主流，但是值得思考。

人民币

展望未来，一个字：涨。

但是我们意识到这和我们所提倡的一条常识相违背：如果人民币将来只是看涨的话，现在购买人民币岂不是“免费的午餐”？所以我们要多说两

句：人民币的长期走势应当取决于中国国家经济的发展趋势，尤其是中国生产力的（相对）提高。如果中国不出什么大乱子的话，中国生产效率的不断提高这个趋势应该是不会有什么问题的。所以，人民币的长期走势应该是看涨，前车之鉴是日本，日元兑美元从30年前的300多日元兑1美元涨到最近10年的100日元兑1美元。但是，“如果”两个字还是很重要的，中国在经济增长的过程中可能出问题的地方还是不少的。

将来20年中更为重要的发展将是人民币的完全自由兑换，人民币和外币的各种衍生工具的出现和大规模交易（方便投资者和对冲者，也方便银行的资金管理），人民币成为很多国家的储备货币之一，中国的机构和个人大量持有外币的证券和其他投资，这些都将是新的金融挑战和机会。

互联网

互联网已经对整个金融行业的各个方面产生了深远的影响，我们在书中很多地方提过这一点，包括以网络为技术支撑的交易所或者电子通信网络，包括商业银行为客户提供的网上银行业务，包括各种证券、保险的分销途等。互联网起到的主要作用可以归纳为：

·将权利转移到消费者手中，使银行不得不降低价格，提高效率，这是一个垄断被打破、金融民主化的动因。

·增加信息流动，使金融许多部门的竞争加剧，这包括银行业务、债券业务、股票业务、外汇业务和各类衍生工具的业务。

·信息量的流动也还对金融中介存在的一个根本原因带来变革：很多旧

的信息不对称可以通过互联网来找到好的解决办法，但是互联网也带来了一些新的信息不对称问题。

·降低各种交易成本，使许多金融机构不得不改变自己的营运模式。很多新的、专门利用网络优势的产品、服务、市场、中介在不断产生，旧的在不断消亡。

今后20年我们相信这个趋势将会继续，网络速度的提高、移动网络的不断完善、网络技术的进一步渗透、网络安全性的提高都将促进这个趋势的发展。

衍生工具

衍生工具在过去30年飞速发展，那个黄金时期可能已经过去。我们不是预言衍生工具将会大规模减少或者消失，肯定不会，衍生工具已经成为整个金融业投资、避险、套利不可缺少的一个组成部分，所以它仍然会随着经济和金融的增长而合理增长。我们说的是衍生工具每年大幅度递增、各种花样层出不穷的年代可能已经过去了，尤其是那些过分复杂、对投资者益处有限（有些也许乍一眼看上去很诱人）、杠杆过高，以及专门以不良动机钻监管、税收、会计漏洞的衍生工具。这次的金融危机中还显示了在监管视野之外的、大量的柜面衍生工具给整个金融体系可能带来的系统性风险，所以在新的监管体系中可能会增加对各种柜面衍生工具的限制，其中包括强迫一部分柜面衍生工具采取和交易所交易类似的方法：需要保证金体系，需要披露交易量，需要通过指定的清算体系，这样也会大大限制很多衍生工具的发展。

在今后二三十年中，我们觉得最大的一个变化应该是新兴市场国家各种利率和外汇衍生工具的引入、交易量提高、市场参与者的增加，这将为新兴国家债券和外汇市场的形成与合理发展起到相互促进的作用，使新兴国家和发达国家的各种投资者和公司有更多的投资和风险管理的工具。

风险管理

我们前面说过，风险管理现在日益成为金融行业里面一个重要的部门：它的手段日益齐全，工具也日益多样化，数量化的程度也日益提高，风险控制人员也日益专业化，所以，总的来说，风险管理在金融体系中的作用将会越来越重要，从事这个职业的人会越来越多。在很多金融机构都已经或者将要有专门的风险控制队伍，他们直接对董事会负责，不受到中间管理层的干预。将来20年这个趋势我们估计会持续，对各类专业人才的需求将会很大，其中包括各种专攻统计学和数学的数量分析专家、电脑专家、熟悉信贷风险实际操作的人员（这是一个古老的行业，但是加入了许多新的技术），熟悉各类金融衍生工具的金融工程师（不是设计新的工具，而是将各种拼好的工具拆成零件然后分析各种风险）、咨询机构、为各类复杂风险和工具定价的独立评估机构、监管机构，以及其他相关的律师、会计师、审计师等。

如果一切顺利的话，帮助全球银行评估风险和估算资本充足率的巴塞尔协定（II）也会在全球全面推出，新的协议对于各种风险的分类更为细致，而且允许银行按照自己内部的评级体系来为资产的风险评级，并且相应预留资本，这对银行的风险评估和风险管理的要求比过去更高，所以各国银行体系应该是各类风险控制人才和各类风险控制相关服务的需求大

户。

但是，这次的金融危机也使有的人对风险管理这个行业所能起到的作用产生怀疑：金融体系出现这样大的漏洞，风险监控人员都到哪里去了？对这个问题的讨论在学术界和金融行业内部才刚刚展开，所以要有定论还需要一段时间。但是我们可以肯定的是，风险管理行业因为危机只能是改进和加强而不是降低职权或者撤除。

交易所

全球交易所在过去五年中经历了一次前所未有的兼并浪潮，尤其是2006年，被人称为交易所兼并年，很多交易所兼并，也有很多改变股权结构（过去大部分交易所都是会员制的俱乐部性质），变成股份公司上市。全球交易所的股票价格一路攀升，高耸入云，直到后来才被金融危机拖回地面。股价上升的一个原因是全球股票价格在危机之前的长期攀升，交易量也随之大幅度上升。未来十年中，交易所上交易的产品会持续增加，尤其是在衍生工具和商品交易方面。同时，交易所也将不断推出新的定价模式，以及各种交易前和交易后的服务。成熟市场的交易所还有可能把交易平台卖给新兴市场的新的交易所。在目前的危机中，交易所还可以提供新的服务，使许多过去的柜面产品通过交易所来清算，以降低信用风险，增加流动性。

但是在未来的十年里面，老牌的交易所面临新的挑战：欧洲已经颁布新的法规，投资人可以直接和银行或者其他投资人交易股票，不需要经过股票交易所。在伦敦和德国，这已经成为现实，但是欧洲其他一些交易所

还没有完全做好应对这种改变的准备。一些新的交易所也开始运作，这些交易所使用最先进的电子技术，使交易执行速度得以提高，满足许多机构投资人需要在短时间内快速交易的需求。一些交易所为了应对新的情况已经开始动手购买这些新成立的电子交易所。

《华尔街日报》（2008.1.7，M4版）

纳斯达克掉期部门开张营业

专门为柜面利率衍生工具提供清算服务

【梗概】过去一年里面，随着多家金融机构的倒闭，各种不同交易所的柜面交易备受监管机关的注视。各种金融机构互相之间的柜面交易额数以万亿美元，如果一家出了问题，将会连累多家。

其他金融趋势

这一小节其实也可以看做全书介绍的有关市场、工具、中介的种种历史发展的小结，我们认为以下四个方面值得关注。

个人储蓄的多元化

这里把储蓄改为投资可能更为合适。过去个人把积攒起来的资金都以储蓄的形式放到银行里，这当然比把钱放在炕洞里面要进步一些，但程度有限。在西方社会，纯银行储蓄在个人资产中所占的比例越来越少，许多个人都（直接或间接的）拥有房屋及按揭、股票、公司和政府的债券以及其他有价证券。商业银行作为一个整体对个人储蓄渠道的垄断被完全打破

了。根据中国国家统计局2002年9月公布的数字，中国城市家庭持有的金融资产的分布大约为银行储蓄70%，股票10%，国家债券4%；而家庭总资产的分布为房屋48%，银行储蓄22%，股票3%，国库券只占1%。这些数字与十年前相比当然是大相径庭，因为房屋改革和股份制改革普及都是近十年的事。但与西方国家相比之下，中国家庭的资产组成中储蓄的份额还非常大，而股票、债券的份额则相对较小。从西方七个发达国家的最近的数字来看，银行储蓄的份额只有约10%，而各种基金、养老金、股票、债券及保险所占的份额为20%左右。中国在向国际水平靠拢的过程中将会出现一些百年不遇的挑战和机会，许多金融机构将会从无到有，分占过去由商业银行独霸的宝座。这些机构将为个人储户提供一系列专业化的新服务，使他们的储蓄合理地分配到基金、养老金、股票、债券及保险中去。商业银行想必也将会使用它所具备的零售网点和客户源的优势，积极发展新的业务品种。

基金广泛普及，理财社会化

绝大部分人拥有股票、公司和政府债券的方式是间接方式。其中最主要的一种间接方式是通过基金来购买股票、债券和其他有价证券。通过基金购买证券的好处我们前面提过：降低投资的风险；分摊专业人士管理的费用；交易的手续费通常要比个人交易的手续费低；可以购买到个人也许无法买到的金融产品。基金的位置日渐重要，理财社会化的另一个直接原因与养老金的运作有关。过去，政府一般是从现在工作的个人和企业收税，如何将这一部分资金直接发给退休的人。现在退休的人越来越多，人均寿命也越来越长，在养老金做实的过程中会积存大量的基金，这部分资

金一般由大大小小的养老基金、保险基金、共同基金来管理，也就是说社会化的管理。

公司融资渠道的多样化，企业并购的大幅增加

过去公司一般是靠商业银行的贷款来满足其长期或短期的资金需要的。在上市之后，公司偶尔也会用扩股或发行股权的方式融集资金。现在西方的公司可以通过各种工具从个人、基金和银行得到资金，银行直接贷款只是这其中的一种方式，而且它在公司总债务中所占的比例也越来越小。即便是直接贷款，现在也通常由银行把贷款进一步包装之后分售到其他银行和金融机构，这样公司和银行都不至于吊死在同一棵树上。融资工具也由比较简单的股票、债券和债转股发展起来，现在是五光十色，各有千秋。

随着资本市场的发展和竞争的加剧，更多的公司可能采用并购的方式来增长和扩张，从而提升公司的效率和股东回报。资本市场将日益成为公司成长、壮大的第二个舞台。个人的就业、收入、养老金、投资等和金融相关的方面也将受到直接影响。

金融行业的市场化

在过去的20年中，中国进行了一场深刻的，影响广泛的市场化变革。出于特定的历史原因，中国现代金融行业的诞生、发展、成长与成熟几乎可以说是在同步进行。同一期间，西方金融世界的一个相当重要的变化也是市场化。西方的市场经济搞了近两百年了，金融又是最先市场化的行业

之一，现在还有什么市场化好做呢？其实，历史只是使西方金融业的近20年市场化有了一个较高的起点，最近20年中变化的深度和广度是相当大的，本书的许多地方都提到了相关的内容。

虽然说在目前的金融危机中，很多国家都将本国的银行国有化，很多人也在疑问市场化是不是走得太远，但是我想今后20年中的一个主基调将仍然会继续市场化。金融社会的各个分子，包括个人、企业、银行、基金和政府，都可能会在很短的时间内主动或被迫接触到大量的新概念和新产品，许多国外的成功的金融市场模式和硬件被成套引进。但有了市场的设置和交易产品不一定就会有市场，要真正达到市场化还将需要一个过程，许多知识需要长时间的积累，这其中就包括对金融和投资知识的学习——本书的初衷之一。

此外，上面所说的四个趋势，总结起来，其实是一点：传统的以银行为主的金融体制的解体，取而代之的将是以个人、小投资者为主的一个民主化的金融体系。

预测今后20年中国金融业的变化

对王老五来说，中国金融业的变化

借鉴国外的情况，我们觉得以下应该是能够也是应该发生的。

·银行之间存款利率自由竞争，存款利率差距拉开。

·个人养老金账户做实（你的钱放到你的专门账户上），个人负责自己

的投资选择。

·一个“个人理财顾问行业”的出现，其服务重心不只是告诉客户那只股票好或者那只基金好，而是根据客户长期的需要（尤其是养老的需要，但是也包括下一代教育、医疗、保险、税务、遗产等问题）提供咨询顾问。也就是说从推销产品的思路到提供问题解决方案。

·多样的按揭贷款形式，包括比较长期的定息按揭贷款。

·实用的保险产品和合理的服务，而不是像现在的肉包子打狗式的保险产品，买的时候容易，索赔的时候很难。

·简单的渠道方便购买海外证券和其他资产，个人的海外投资比例将会大幅提高。虽说中国的外汇储备间接为每个人在海外投资数千美元，但大部分都是投在发展前景不十分看好、债台高筑的美国政府债券上，如果个人投资的话可能不一定是这样的选择。

·给愿意创业的个人的各种融资渠道的诞生和完善。

·还有，今后20年中，到银行去办事的时候工作人员会对你微笑。竞争会让他们知道谁是上帝。

对外行车行来说，中国金融业的变化

·企业合并、收购、分拆、重组和破产逐渐普遍，越来越多的并购通过金融市场操作。

·企业融资更多通过证券市场（股票、债券、可转换债券等）而不是银

行贷款。

·银行贷款利率自由竞争，利率差距拉开，担保、限制条件各异。

·企业开始科学地评测、控制风险；企业使用金融工具控制金融风险，比如利率、汇率的风险等。

·企业因为不当使用金融工具而导致大笔损失或者破产的案例会越来越多。

·企业会更多地使用保险来控制其他风险。

·企业的养老金采取市场化运作，与企业一臂之隔（也就是说企业亏损的时候不能到养老金里寻宝）。

·将来的企业的财务部门里不止需要会计，还需要大量金融专业人员。

中英对照名词解释及索引

以下按中文汉语拼音排序。

安全投资转移　Flight to Quality　投资人抛出风险比较高的投资产品，购入风险较低的黄金、美国国债和土地等的行为。 是市场恐慌的后果,255

按揭　Mortgage　其实按揭指的是将房地产的所有权转给银行作为抵押的过程，本身并不是贷款。但是一般情况下大家都混用按揭、按揭贷款、房屋抵押贷款的概念。贷款还清，所有权转回按揭者。另见房屋抵押贷款,3,6,7,9,10,12,27,32,34,38,44,45,54,58,59,62-64,69,73,74,79,80,84,134,13

按揭利率　Mortgage Interest Rate　另见按揭,59,201

按揭银行　Mortgage Bank, Building Society　专门从事按揭业务的银行。它们的资金来源可能只有一部分是储户的存款，更多的来源于货币市场（批发资金来源），现在基本上都变成了商业银行,79,134

按揭证券　Mortgage Backed Security　证券的一种，证券的息票和本金是由一个或者多个按揭贷款的还款和本金来支付的。有多种组合变化,36,253

按市价核算　Mark To Market　交易各种金融投资产品之后按照最新的交易价格来核算手中仓位的最新价值。于此相对的做法是用购买价来核

算,49,52,81,255

巴塞尔协定　Basle Accord, Basel Accord　由国际清算银行发出的、对全球商业银行资本充足率监管的建议,154,263

巴塞尔协定（II）　Basle II　改进以后的巴塞尔协定。另见巴塞尔协定,154,263

保荐人　Sponsor　公司首发上市时需要的中介。它向监管机构和股票交易所保证要上市公司达到了一定的标准。一般是由投资银行担当的。另见首发上市,90

保证金　Margin　买卖期货付给券商的订金，是期货总面额的一定比例。如果期货亏损接近保证金而投资人又不继续补钱的话期货将被自动平仓。分为初次购买时的订金（初次保证金）和后来补缴的订金（变动保证金）两种。借钱买卖股票时的订金也叫保证金。另见初次保证金，变动保证金,27,39,48,49,92,112,185,189,205,255,262

保证金融资　Margin Finance　证券公司的一种业务，按照投资者事先交付的保证金给投资者借钱供其炒股。目的是增加杠杆，同时风险也加大,98,148

贝塔系数　Beta, Beta Coefficient　股票风险的一种指标。高贝塔的股票一般在大市上下波动的时候要比大市波动幅度更大，所以风险也相应来高一些,103,104,161,162,165

被动型基金　Passive Fund　和主动型基金相对，一般指指数基金，

不用基金管理人每天进行投资决策，而是按照事前决定的比例或者公式进行。管理费比较低。另见指数基金，主动型基金,166

本票　Notional Value　另见面额,59,61,73

边支付边支出（养老金体系）Pay-As-You-Go (Pension System)　养老金将目前储蓄者的钱直接发给已经退休的人，在人口老化的国家是一个严重问题。与此相对的体系是做实的养老金体系。另见做实,39

变动保证金　Variation Margin　另见保证金初次保证金,49

标准差　Standard Deviation　一种统计指标，用来反映一群数字或者一系列数字之间的差别有多大。在金融里被广泛用于估测风险。另见风险,24

标准普尔　Standard &Poor　,41,70,92,93,107,127,167,171,245

并购　M&A,Merger and Acquisition　公司购买其他公司或者与其他公司合

并,7,39,75,95,134,146,147,156,157,162,170,209,210,247,266,267

并购的咨询　M&A Advisory　特指投资银行为公司并购提供的咨询服务,147

波动性　Volatility　风险的一种计量数据，反映价格上下浮动的范围，一般用年变化的百分比表示。另见标准差,24,104,111,116,160

补偿结余　Compensating Balance　信贷风险管理的手段之一，放款

银行要求借款方将其现金账户也开在同一间银行，以便监控其现金进出,232

不动产投资信托　REIT, Real Estate Investment Trust　金融工具的一种，将一个或者数个房地产资产的所有权转移到一个信托公司名下然后发行的股票。是房地产投资的工具,129,222

不可兑换货币　Nonconvertible Currency　顾名思义，不可兑换,113

不确定性　Uncertainty　另见风险,6,23,24,242,247

布莱克 - 斯科尔斯 - 默顿　Black-Scholes-Merton　三位革新金融衍生工具（主要是期权）定价方法的人,236

布雷顿森林体系　Bretton Woods System1944　年签署的全球金融货币体系，最主要的内容是固定各国之间汇率。1971年解体。另见金本位,111,122

财产和意外保险　Property and Accident Insurance　,178

财富管理　Wealth Management　私人银行业务的另一种叫法。另见私人银行业务,134

财务公司　Financing Company　一般是指专门为其他公司或者个人提供资金的金融机构，但是这类机构不接受存款。比如福特车所属的购车贷款公司,19,145,194

财政赤字　Budget Deficit　政府收入和支出之间的差别，政府一般通

过发放政府债券来弥补,33,67,75,195,200,241

操作风险　Operational Risk　巴塞尔协定（II）比较强调的一种风险，指银行除了市场风险和信用风险之外的其他各类风险，包括法律风险、交割风险、电脑系统风险等。另见巴塞尔协定（II）,228

长期债务　Long-Term Debt　一般指公司债务里面到期日超过一年的债务,26,31,200,201

偿债基金　Sinking Fund　为确保债券发行人能在到期日有足够的资金以偿还债权人的本金，发行公司于债券未到期前预先按期存的基金。通常是存入选定的一家银行作为信托管理人,69

偿债率　Solvent Ratio　一般指养老金或者保险基金的总资产除以总债务。低于1的话就说明基金资不抵债,192

超额回报　Excess Return　某种投资的回报减去相应政府以本国货币发行的债券的回报得到的净值，是和该投资承担份的风险所匹配的。另见无风险回报,23,29,106-108,121,123,162,167,175,208,223,237,238,261

成长基金　Growth Fund　共同基金的一种，着重投资生意在增长的公司股票，而不是现金收入稳定、红利率比较高的基金。后者叫收入基金。两者混合的叫成长收入基金另见收入基金，成长收入基金,165

成长收入基金　Growth Income Fund　另见成长基金,166

承销　Underwriting　金融机构（投资银行）向发行证券的公司保证将其证券按照一定价格卖出，如果不能卖出去则由金融机构买入。是投资

银行收入的重要来源,36,80,91,132-134,147,149-151,156,157,194,206,248

承销　Underwriter　另见承销,80,90,91

程式交易　Programme Trade　股票交易方式的一种。一般是按照事前定好的方式高追低抛,96,97

初次保证金　Initial Margin　另见保证金变动保证金,49

初级市场　Primary Market　也称为一级市场，是新的证券发行的市场，相对于旧的证券交易的二级市场。另见二级市场,36,89,147

储蓄 Saving,2-4,6,8,21,23,34,37-39,54,55,61,67,106,115,134,142,144,145,155,159

储蓄银行　Savings Banks　一些国家特有的像存款俱乐部一样的金融机构，基本上是简化版的商业银行。另见商业银行,134

储蓄者　Saver,2,12,13,22

传统资产管理　Traditional Asset Management　一般指过去共同基金式的资产管理方式，主要的特征是不沽空、不使用杠杆（借钱投资）。另见另类资产管理,163

创业板（股票交易所的）　Venture Board (Stock Exchange's)　股票交易所专门供规模比较小、比较新的公司上市融资的部分，上市的要求比较低。另见主板38,89

创业基金,创投基金　Venture Capital Fund　专门投资刚刚开始创业的公司股份的基金,160,163,172,208

创业资本, 创投资本　Venture Capital　另见创业基金,创投基金,148

次贷　Sub-Prime Debt　信用等级较次的债务，尤其指美国的一类房屋按揭贷款,20,28,43,46,58,59,68,111,137,155,227,232,251-256

次级债务　Subordinated Debt　在公司破产清盘的时候权利排在其他债务之后的债务。另见二级资本,154

次级准备金　econdary Reserve　业银行所持有的政府债券。虽说不算做准备金，但是可以很快变现。另见准备金,137

存贷协会　aving And Loan Associating　国的一类接受储蓄、受到联储监管、但不是商业银行的机构。另见商业银行,134

存款　Deposit　见活期存款，定期存款,3,8,10,13,31,32,54,63,64,71-75,78,79,85,101,118,119,126,127,132-140,14

存款保险　Deposit Insurance　许多国家政府提供的、为商业银行存款的一定限额的保险， 如果银行倒闭，政府来偿付存款。主要是为了防止银行抢兑，维护金融系统的稳定性,8,133,153,185

存款利率　Deposit Interest Rate　银行付给存款人的利率，一般由市场供需决定，但是也有的国家是由央行制定的,59,71,150,183,219,267

存款证　Certificate Of Deposit(CD)　由商业银行或类似机构开出的

定期存款证明。和定期存款类似。一般不可以提前兑现（会损失很多利息），但是可以自由交易。另见银行承兑汇票,36,72

大数原理　Law of Large Numbers　概率论中的一个原理，是说如果抽样检查一群人或者东西，如果样本越大，那么这些样本的平均值就越接近真正的平均值。在保险行业计算保金或者一些金融分析中会用到,179

大宗交易　Block Trade　股票交易方法的一种，公司或者投资人大笔买卖某个股票的交易。通常各股票交易所都有关于大宗交易的特别规定,96

带抵押的债券　Debenture　公司债券的一种，带有产房或者其他资产作为抵押,42

贷款

Loan,3,5,10,11,13,27,30,33,34,38,41-45,54,58,59,63,64,69,73,74,79,80,122,1

贷款安排人　Loan Arranger　另见银团贷款,149

贷款承担　Loan Commitment　银行向公司客户的承诺如果公司需要的话、在某段时间内按照某个利差贷给公司一定数额的贷款。为此，银行收取一定的承担费，也叫“授信”,145,231,

贷款出售　Loan Sales　银行将贷给某个公司的贷款在二手市场上出售,79,145,229

袋鼠债券　Kangaroo Bond　外国公司在澳大利亚用澳元发行的债券,76

单利 Simple Interest Rate 另见复利,59

当天交易者 Day Trader 指当天买入卖出股票的短炒投资者,96

到期日 Maturity 债券还本的那一天,47,61,62,64,65,81,119,192,201

到期收益率 Yield To Maturity (YTM) 债券回报的一种算法。假定债券投资人将债券一直持有到到期日的回报率,22

道德风险 Moral Hazard 信息不对称的一种反映。一般是指人们事后根据自己掌握的对方不知道的信息选择对自己有利、对对方不利的一种做法。比如汽车保险，购买了保险的人可能开车、停车时相对不太小心。另见逆向选择,5,40,41,54,152,178,180-182,231,243,257

等级（股票） Class (Share) 同一公司股票的不同等级，最常见的是可以投票的等级和不能投票的等级，或者投票时一票等于普通股票很多票的等级。多用于创始人控制上市公司,63,68,76,83,88,154,221,253

一价法则 Law of One Price 是说同样的东西应该是同样的价钱。用在金融研究和实践的很多地方，比如衍生工具定价和各种套利操作中间,114,275,281,309

抵押 Collateral 借款方给出借方的资产，作为借款的安全保证。也可以用在其他金融交易里面，一方给另一方的作为保证的资产,10,41,42,44,45,50,52,59,69,72,73,76,79,80,98,130,169,232,253-255

抵押担保证券 Collateralised Mortgage Obligations (CMO) 一种复

杂的按揭证券。将按揭资产证券化时分为各种信用等级不同证券。另见按揭证券,253,254

电子通信网络　ECN, Electronic Communication Networks　泛指在交易所之外通过电子网络交易的电脑系统，在股票和外汇交易中使用比较多,95,96,262

掉期　Swap (Contract)　一种金融衍生工具，分外汇掉期和利率掉期。另见外汇掉期，利率掉期,47,65,78,80,82,112,253,264

掉期回报曲线　Swap Yield Curve　将利率掉期合同的利率按照到期日远近连的一条曲线。通常要比政府回报曲线高一些。另见利率掉期，政府回报曲线，回报曲线,275,324

掉期期权　Swaption　金融衍生工具里面利率期权的一种。指利率掉期的一方有权利但是没有义务执行一个实现定好的利率掉期合约。换言之，有权利的一方只有在对他有利的时候执行掉期。另见利率掉期,47

定期存款　Term Deposit　跟活期存款相对的概念，固定期限存在银行里的存款。 利息要比活期高，但是提前取款的话可能要受罚。另见活期存款,116,136,143,155

动量异常　Momentum Anomaly　另见价格趋势,107,108,221

短期政府债券期货　Bond Futures　金融衍生工具的一种，用固定价格在将来购买特定政府债券的合同。 和短期利率的走势完全相关,81

对冲　Hedge, Hedging　金融操作的一个重要概念，意思是通过金融

交易去除或者降低自己对于某种风险的敞口。比方说咖啡生产商通过出售咖啡远期合同降低自己对未来咖啡价格的敞口；股票投资人通过出售股票指数期货来降低自己对未来大市走势的敞口。另见风险敞口,9,16,18,19,29-31,50,51,78,82,83,110,112,121,124,125,128,170,202,210-2

对冲基金　Hedge Fund　泛指共同基金之外的各种监管比较松、一般卖给机构或者高资产值客户的基金。一般投资的也是股票和债券，但是不一定。和共同基金相比最重要的区别是：可以沽空证券；可以通过借钱或者使用金融衍生工具进行杠杆投资；收费包括回报提成（一般20%）。另见共同基金,18,30,31,51,97,112,119,127,130,131,148,151,159,163,164,169-171,174,1

多元化　Diversification　在投资中是指持有多种不完全相同的金融工具以求降低风险。在公司运作中，多元化是指在公司业务中加入其他业务,18,30,54,74,77,128,130,139,150,159-162,165,176,182,207,217,219,220,2

二级发售，增发　Secondary Offer　公司上市以后再次出售股票，可以是新股，或者原有股东的旧股。另见首发上市,90

二级市场，次级市场　Secondary Market　另见初级市场,36,42,44,89,145,147,179,232

二级资本　Tier 2 Capital　商业银行资本充足率计算的概念，包括其他优先股，银行为贷款可能出现的损失预提拨备和次级债务。另见一级资本,154

法定准备金比率　Required Reserve Ratio　另见准备金,137,144

法律风险　Legal Risk　一般是指银行因为监管当局改变法律法规所引起的潜在损失。有时候也叫监管风险,50,228

法律监管　Statutory Regulation　指金融行业通过法律手段的监管措施和做法。与此相对的是行业自律。另见行业自律,184

房地产基金　Property Fund　专门购买房地产或者和房地产相关股票及其他证券的基金,163

房地美　Freddie Mac　另见房利美,42,45,79,256

房利美　Fannie Mae　美国政府担保的房屋按揭公司。它从金融中介购买各种按揭贷款， 然后证券化出售，最终目的是降低按揭贷款成本，促进美国房屋市场的繁荣。另见房地美,42,45,79,256

房屋抵押贷款　Mortgage另见按揭　,16,44,45,79,142,150,152,251,252

放宽监管　Deregulation　指过去30年中各国监管部门放松很多对金融中介、产品和交易的监管条例的趋势。另见自由化,39,74,185

放款　Loan,135-137,140,150,152,154,205,242,243

非积累永久优先股　Non-Cumulative Perpetual Preference Shares 优先股的一种，没有赎回期限，如果上一期红利没有付，这一期不用追加。一般算做银行的一级资本,154

非交割远期（合同）Non-eliverable Forward (Contract) 衍生工具的

一种，类似外汇远期合同，但是不交割，最后通过现金结算。一般适用于不可兑换货币的远期交易。另见远期,113

非交易性存款　Non-transaction Deposits　一般指定期存款,136,137

非离岸　Onshore　另见离岸,119

非中介化　Disintermediation　特指过去需要金融中介来帮助交易双方完成的交易现在通过金融市场来完成。比如，公司在市场发行债券，跳过银行这个中介,71

肥尾　Fat Tail　有些事件出现的概率比较小，但是后果很严重。这类事件的可能性被许多金融理论所低估，所以它们出现的可能性要比预期的大，所以叫肥尾,229,231,233

分业经营　Separation of Commercial and Investment Banking Businesses　另见混业经营，《格拉斯-斯蒂格尔法》,131,133,151,154

风险　Risk　在金融投资里面指的主要是将来的投资回报由于各种不确定性和预期的不同，尤其是回报低于预期的可能性。风险和回报是一个硬币的两面。另见不确定性,1,2,6,9,12-14,17-19,23-26,28-32,36-43,45-54,57,58,60,66-69,71,73,74,76-

风险敞口　Risk Exposure, Exposure　对风险因素的敏感性。如果某个公司因为外汇汇率波动而出口销售额受到直接影响，这就叫该公司的汇率风险敞口。个人购买了股票，就有了股票风险敞口,154,211,228,229

风险调整后回报　Risk-Adjusted Return　不同的回报有不同的风

险，所以不好直接比较。可以通过某种方法先按照风险对回报进行调整，之后就可以比较了。可惜没有大家都认同的调整方法,25

风险调整后资本要求　Risk-Adjusted Capital Adequacy Requirement　银行计算资本充足率是按照风险不同的资产类别分别计算所需资本的计算方法。另见资本充足率,154

风险管理　Risk Management　泛指评估、管理、检测各类风险的行为,18,19,25,30,38,39,45,50,68,121,153,168,211,217,227-229,231-233,243,24

风险溢价　Risk Premium　因为承担了某种风险而得到超额回报,64,162

风险因素　Risk Factor　造成风险的原因，在金融里面一般是指各类市场价格（造成市场风险的原因），借贷和交易关系（造成信用风险的原因）等,57,121,162,228

风险值　VAR, Value At Risk　风险计量的一种方法。某种投资在今后的某段时间里面以某个可能性赔钱不应该超过的数字。另见压力测试,24,230-232

风险资产定价理论，资产定价理论　CAPM,Capital Asset Pricing Model　金融学里面估算某种资产预期回报的理论。将这个资产加到一个已经多元化的投资组合里面，该资产的独特风险将在资产组合里面和其他资产的独特风险抵消，该资产有多少系统性风险（也就是抵消不掉的风险）决定它的预期回报。另见贝塔系数,100,103,159,162,236

弗兰克-罗素　Frank Russell　,195

浮动调固定掉期　Floating To Fixed Swap　另见利率掉期,82

浮动汇率　Floating Exchange Rate　市场供需决定的汇率,111,113,117

浮动利率　Floating Interest Rate　一般指债券或者按揭在到期日之前的利率随将来的市场而变化,59,82,252,253

负债权益比例　Debt Equity Ratio, D/E Ratio　公司资本结构里面长期债务和股权的比例,26

复利　Compound Interest Rate　考虑了利滚利之后的利率。另见单利,59

杠杆　Leverage　一般是指用一份钱去控制多于一份的资产，最常用的方法是通过借款，但是也可以通过金融衍生工具。有很多中定义，基本原则是债务除以资产。杠杆越高，风险越大，（起始投资的）预期回报也越高,1,6,18,26-28,31,32,41,43,50,52,82,85,98,112,121,130,138,144,146,148,15

高频投资　High-Frequency Investment　指依靠电脑技术和金融模型在很短的时间内（可能是以秒或者更短的时间为单位）买进卖出金融产品的投资方法,112,119

高息债券　High Yield Bond　信用级别在投资级级别以下的债券。违约比率较高，但是回报也相对较高。另见垃圾债券,77

高资产值客户　High Net Worth Individual (HNWI)　有钱人，私人银行业务的主攻对象。一般的定义是除了自己的主要住房之外仍然有100万美元以上可供投资的人。另见私人银行,134,135

《格拉斯 - 斯蒂格尔法》　Glass-Steagall Act1933　年制定的美国法律， 其中的一项要求商业银行不得从事投资银行的业务，反之亦然；同时限制银行控股公司同时拥有商业银行和投资银行。这就是所谓的分业经营。1999年该限制基本被解除。另见分业经营，混业经营，银行控股公司,133,151

隔夜贷款　Overnight Loan　特指美国商业银行之间今天存明天取的存款业务，存款的利率就是美国联储的政策利率之一联邦基金利率。泛指任何今存明取的贷款。另见联邦基金利率,142

个人理财顾问　Independent Financial Advisor　金融中介的一种，向个人提供专业的理财咨询和建议，并且推介最合适的投资工具，而不是跟他签了代销合同的金融中介的产品。英国特有，但是很多国家都开始学习,19,191,194,195,215,267

个人账户做实　Funded Personal Account　另见做实,39

工业用金属市场　Industrial Metal Market　包括各种工业用的金属商品市场，比如铜、铝、锌、镍和铅等。另见贵重金属市场,125

公开市场操作　Open Market Operation　美联储执行货币政策的一种手段，通过市场购买或者销售美国国债或者其他证券来改变货币供应量。美联储购买国债，将现金交给银行，增加货币供应量；联储出售国

债，降低货币供应量,72,122,140,142,158

公司财务顾问　Corporate Finance, Corporate Financial Advisory　投资银行的业务之一，向公司提供关于兼并收购、上市、业务分拆或者重组、资本结构、融资等方面的财务咨询。另见投资银行,147,150,156,210,236

公司和投资银行业务　Corporate and Investment Banking　银行专门针对公司需求提供的业务。包括投资银行业务，外加商业银行的贷款业务等,135

公司红利政策无关理论　Irrelevance of Corporate Dividend Policy　另见莫迪利亚尼和米勒理论,236

公司银行业务　Corporate Banking　另见公司和投资银行业务,134

公司债券　Corporate Bond　公司发行的债券，风险一般比政府债券要高,35,36,42,43,62,75,76,80-86,180,183,219,247,255

公司治理　Corporate Governance　泛指与公司的经营、管理相关、尤其是涉及公司各利益方关系的法律、习俗等。和委托人-代理人问题密切相关，股东是委托人，管理层是代理人，它们可能有潜在的利益冲突,90,104,187,209

公司资本结构无关理论　Irrelevance of Corporate Capital Structure　另见莫迪利亚尼和米勒理论,236

共同基金　Mutual Fund　集体投资的金融工具，由专业人士管理许

多投资者凑起来的钱，按照事先商定的投资原则投资股票、债券等。投资人可以定期申购或者赎回。一般都受到各国监管机构的监管。另见对冲基金,8,13,18,54,55,72,129,131,159,163-168,170-173,176,201,222,237,265

购买力平价　Purchasing Power Parity, PPP　金融理论之一，说两国的货币在达到平衡的时候它们的购买力应该是一样的。换句话说，1美元兑7元人民币，如果这是平衡汇率，那么1美元在美国同7元钱在中国能买到同样的东西。另见一价法则,114,123,223

沽空　Short, Short Selling　出售自己没有的股票，等到价格下跌之后再买回来。出售的时候可以将股票借来，或者直接出售，后者叫无担保沽空，在许多国家是不允许的,47,48,50,93,97,103,163,168,186,222,245,256,258

股本金　Shareholder's Capital　有的定义说股本金特指股东认购公司新股份的时候交的现金，但是也没有定论。平常和股东资金混用。另见股东资金,278,279,312

股本收益率　ROE, Return on Equity　公司的净利润除以股东资本，是公司为股东创造财富的一个指标,103

股东争取权益运动　Shareholder Activism　公司的股东通过投票或者其他公众造势的手段积极改变公司的运营策略或者管理层,174

股东资金　Shareholder's Equity，Shareholder's Capital, Shareholder's Fund具体的定义可能有些不同，但是都是指公司资金来源里面属于股东的部分，其中包括股东交付的股本金，各期的留存利润，和

因资产增值带来的股本溢价,26,31-33,135,137,138,148,154,155,207

股票　Share,Stock,Common Stock　代表部分拥有权的有价凭证。英语share的用法也可以指基金里面的一个单位,2,4-11,13-16,18,19,21,22,25-27,29,33,35-37,39-44,46-48,50,51,57,58,62,6

股票分析师　Stock Analyst　银行和其他金融中介里面专门分析股票、判断未来涨跌的专业人员,105

股票风险溢价　Equity Risk Premium　股票回报减去相关政府债券回报得到的就是股票风险溢价,107,239

股票风险溢价之谜　Equity Risk Premium Puzzle　股票的长期回报在考虑了股票风险之后仍然偏高，这叫股票风险溢价之谜,107

股票回购　Share Buyback　公司在市场上买回本公司的股票，可以是发放红利的另一种做法，或者向市场提示公司的股价偏低,98,101,208

股票基金　Equity Fund　专门投资股票的基金,19,64,160,165,167,176,224

股票交易所　Stock Exchange　另见证券交易所,3,8,36,37,48,49,75,88,90,92-97,163,225,264

股票经纪　Stock Broking　是一种受到监管的金融业务和金融中介。经纪作为投资者的代理人向做市商那里出售或者购买股票,95,96,102,148,247

股票指数　Equity Index　计算某个股票市场或者某类股票表现的一种方法，主要是看其中的成分股票的表现和各个成分股票的权重,24,29,47,83,92,93,97,107,108,120,124,171,220

股票指数期货　Equity Index Futures　衍生工具，按照将来某个时间点上某个股票指数的高低来支付或者收取现金。另见期货,29,46,92,93

股票指数期权　Equity Index Options　衍生工具，期权所有者有权利但是没有义务按照将来某个时间点上某个股票指数的高低来收取现金。为此，他必须事先支付期权金。另见期权,92

股息　Dividend　另见红利,82

固定调浮动掉期　Fixed To Floating Swap　另见利率掉期,82

固定汇率　Fixed Exchange Rate　汇率由央行确定。但是货币可以是可转换的或者不可转换的,111,113,115,117,243

固定利率　Fixed Interest Rate　一般指债券或者按揭在到期日之前的利率是事先固定好了的,59,82,252,253

固息证券　Fixed Income Securities　债券的另一种叫法,42,236

关联系数　Correlation　也称相关系数，表示两个或者多个金融价格变化如何相关的统计指标。价格变化完全步调一致的关联系数为1，完全相反的为-1，完全没关系的为0，其他在-1和1之间,161

管理浮动　Managed Float　外汇管理办法的一种，介于完全市场决

定的自由浮动汇率和完全固定的固定汇率之间。另见自由浮动汇率，固定汇率,118

管理人收购 MBO, Management Buy Out 公司管理层收购公司的行为,105

广场协议 Plaza Accord1985 年西方五国签订的关于干预汇率的协定。也是日本在全球金融事务中成为一支最重要力量的标志,122

规模异常 Size Anomaly 另见小公司异常,108

柜面市场，场外交易 OTC,Over-The-Counter Market 交易由买方和卖方私下一对一完成，不用通过各种形式的交易所,36,81,82,92-94,96,233

贵重金属市场 Previous Metal Market 包括黄金、白银、铂金等的金属商品市场。另见工业用金属市场,125

国际货币基金 IMF, International Monetary Fund ,111,191,195,196,243

国际清算银行 Bank of International Settlement 国际机构，是各国央行的俱乐部，帮助各国协调银行监管的政策,51,110,125,131,191,196,197

国际收支差额 Balance Of Payment 一个国家一段时期内所有境内与境外之间交易的净额，包括进出口和各种资本流动,115

国际债券　International Bond　公司或者政府在本国市场之外发行的债券,63,76-81

国家养老金　Public Pension Fund　由政府出面组织的养老金基金，出现无力偿债的话由政府负责,174,192

国债债券基金　Government Bond Fund　专门投资国家债券的基金,85

红利，股息　Dividend　股东每年从公司得到的现金回报。当然有时候也不是现金，比如新的股票,10,11,13,14,21,22,29,43,77,87,88,98,99,100-102,107,109,162,165,166,18

红利回报率　Dividend Yield　红利除以股价。除了资本升值之外购买股票的回报,22,100

红利贴现模型　Dividend Discount Model　股票估值的一种方法。另见现金贴现估值,99,236

华信惠悦　Watson Wyatt　,195

回报　Return, Yield　一笔投资在一段时期赚的或者赔的钱除以投资总额得到的百分比。是钱的价格。另见风险,1,2,12,13,18,21-26,28-31,35,37-41,45,50,53,59-61,63,65,66,71,75,77,81,8

回报年率化　Annualisation　将各种不同的回报、利率等都转化成相应的年利率以方便比较,22

回报曲线　Yield Curve 另见利率的时间结构,64-67,84,155,202,236

汇率政策　Exchange Rate Policy　政府宏观经济政策的一部分，主要是指汇率是不是自由浮动，货币是不是可以自由兑换。有的国家有特别的汇率目标，但是西方国家近年来很少制定或者公布汇率目标,200,202,203,205

惠誉国际评级　Fitch IBCA　,70

混业经营　Combination of Commercial and Investment Banking Businesses　另见全能银行，分业经营，《格拉斯 - 斯蒂格尔法》,131,133,151

活期存款　Current Account, Checking Account, Transaction Account, Demand Account　银行存款的基本账户，储户可以以最快速度、最多的渠道拿回现金， 所以利率也一般是最低的，是银行成本最低的资金来源。另见定期存款,20,136,137,143,144

或有债务　Contingent Liability　在将来的特定情况下有可能变成债务。 比方说给别人提供的贷款担保,145,194

货币

Money　,3,4,7,10,20,21,23,26-28,33,42,54,55,59,60,67,68,70,71,73,74,76,78

货币供应量　Money Supply　很多种定义， 大致是说整个国民经济在某个时刻的货币总量；广义的货币供应量里面现金只占很小的一部分,20,54,101,122,139,140,142,185,202,203

货币经济学　Monetary Economics　宏观经济学的一个分支，研究货币在经济生活中的作用,4,21

货币市场　Money Market　短期债券和其他短期债券类工具交易的市场,8,11,31,32,35,36,57,58,64,70-74,79,136,137,199,200,254

货币市场基金　Money Market Fund　专门投资货币市场工具的基金。对储蓄者来说是银行储蓄的替代品,13,55,64,71,72,74,75,152,165,211,255,256

货币政策　Monetary Policy　政府宏观经济政策的一部分，一般由央行来制定和执行，控制利率水平和信贷总量，达到控制通货膨胀、维护经济稳定发展的目的,5,7,18,20,59,63,67,72,115,117,132,134,139-142,157,158,172,197,199,201

机构投资人　Institutional Investor　将许多个人和机构的钱汇集起来投资的机构，包括银行、基金、退休金、保险基金等,68,70,79,83-86,89,91,92,96,97,110,119,125,126,147,159,164,165,167,168

积累性优先股　Cumulative Preference Share　优先股的一种，如果公司业绩不好，一期的红利没有发，那么下期必须先补上。和债券十分类似,77

基本面法　Fundamental Analysis　通过研究某种金融工具、投资项目、公司的现金流、销售、成本、竞争、行业背景、宏观经济形势来评估价值的方法。与此相对的是技术分析法。另见技术分析法,117,127

基础资产　Underlying Securities Or Assets　一般是指某个特定的金融衍生工具所关联或者说所依附的证券或者资产。比如黄金就是黄金期货的基础资产，恒生指数就是恒生股票指数期权的基础资产。有了基础资产，衍生工具的价格才能“衍生”出来。另见衍生工具,18,46,48-52,238

基点　Basis Point　一个百分点的百分之一，亦即万分之一。一般用来说利率或者回报。比如央行上调利率27个基点,60,66,74

基金　Fund　泛指各类集体性投资工具，包括共同基金、对冲基金等。另见共同基金,7-9,12,13,18-21,30,35,54,55,72,74,75,81,85,89,93,97,102,103,105,125-12

极高度通货膨胀　Hyperinflation　物价上涨失控，钱不值钱了。没有确切定义，有人说三年物价总上涨超过100%，也有人说每月物价上涨超过50%,143

计量金融分析师　Quantitative Analyst, Quants　金融机构里面靠数学、统计学、量子物理学、流体物理学等方法和手段分析金融价格，创造金融工具的人。另见金融模型,53,248

技术分析　Technical Analysis　专门靠通过对过去的价格进行分析来预测将来价格走势的一种投资分析方法。另见基本面法,107,108,115,117,123,127,222,223,237

价格趋势　Price Momentum　金融价格下一步的走势和上一步或上几步的相关性：如果上几步在上升，那么下一步上升的可能性较大；上几步在下降，那么下一步下降的可能性较大。与有效市场理论相悖。另见有

效市场理论，动量异常,123,223

价值基金　Value Fund　专门投资增长幅度不大、市净率和市盈率比较低的股票的基金。另见价值异常,165

价值投资　Value Investing　专门投资增长幅度不大、市净率和市盈率比较低的股票的投资方法。另见价值异常,103,107

价值异常　Valuation Anomaly　增长幅度相对不大的股票在中远期的回报常常超过大市的回报。 和有效市场理论相悖。另见有效市场理论,107,221

间接融资　Indirect Financing　公司通过银行贷款获取资金，而银行通过收取存款获取资金。另见直接融资,12,13,41,54,208

交叉持有　Cross Holding　上市公司（或者银行）持有其他上市公司的股份,76,133

交割　Settlement，Delivery　金融交易到期之后一手交钱，一手交货的过程,46,49,81,93,97,98,112,113,116,120,125,127,193,248

交割风险　Settlement Risk　交易后甲方支付了但是乙方不支付的风险。不支付的原因更可能是操作错误而不是乙方破产,50,120

交易成本　Transaction Cost　交易时所要支付的、除了购买产品价格之外的费用， 一般指的是买卖价差，但是也可能包括其他项目。另见买卖价差,38,50,54,83,85,94-96,108,112,119,122,128,130,222,225,234,241,262

交易对手（信用）风险　Counterparty Risk, Credit Risk　另见信用风险,287,306

交易商　Dealer　市场上公布买入价、卖出价并且以主体（不是代理人）和其他交易者交易的人或者机构。另见做市商，庄家,37,66,75,94,112,123,130,148,254

交易商市场　Dealer Market　交易所交易方式的一种。交易商公布买入价和卖出价，和愿意买卖的对手成交。例子是纳斯达克和全球外汇市场。另见拍卖市场，经纪市场,36,37

交易市场　Exchange,Organised Exchange　是和柜面市场相对的概念。后者是一对一的私下交易，而交易市场是一对多的公开交易，所有交易者的对手都是交易所。另见柜面市场,20,36,48,81,94,118,186,188

交易所买卖基金　ETF,Exchange Traded Fund　基金的一种，但是可以在股票交易所像股票一样交易（一般基金一天只能交易一次）。大部分的交易所买卖基金都是指数基金。另见指数基金,35,126,129,167,168,222

结构性投资机构　Structured Investment Conduit　在证券化过程中使用的一种法律实体（类似基金），证券化的资产和证券的所有权都被转移到这个法律实体中。和特殊目的投资机构类似。另见特殊目的投资机构,254,255

界定供款计划　Defined Contribution Plan (DC Plan)，Money Purchase　养老金的一种，成员按时向养老金账户存款，退休时的养老金取决于成员的存款额和投资回报，成员不知道自己在退休的时候能享受什

么样的养老金。另见界定利益计划,192

界定利益计划　Defined Benefit Plan (DB Plan)　养老金的一种，成员知道自己退休的时候享受什么样的养老金，一般是和他的工作年限和退休前的收入挂钩。另见界定供款计划,173,192

借款　Loan　放款者（银行）借钱给借款者。一般人们认为是银行拿出现金，其实不然。一般银行只是给借款者的账户上记上一笔收入，借款者可以去花，现金的流动其实很少。这正是银行创造信贷的过程,2,3,8,12,13,26,40,42,45,64,65,72-74,80,84,98,111,134-137,139,140,146,1

借款利率　Loan Interest Rate, Borrowing Interest Rate　银行向借款者收的利率，是银行的收入，一般高于银行给存款人付的存款利率,59

金本位　Gold Standard　货币体系的一种，纸币可以按照事先制定的比价兑换黄金。历史悠久，布雷顿森林体系是最后的一个金本位体系,111,270

金融 Finance　,1-26,28-33,35,36,39,41-48,50-55,57-61,64,65,68-70,72-74,77,78,8

金融产品　Financial Product　另见金融工具,9,23,29,30,37,38,112,188,190,192-194,202,223,235,246,247,265

金融创新　Financial Innovation　和金融工程类似，但是特制通过设计新的金融工具和金融方法来达到特殊的目的,44,47,131,152,188,189,232,235,240,245,253,257,258

金融工程　Financial Engineering　综合金融、统计、数学、物理等学科知识，量化各种金融决策，改变投资、对冲、风险管理的学科或者做法,53,248,263

金融工具　Financial Instrument　是金融市场交易的产品，包括现金和现金能购买的股票、债券（债务）、外汇、商品，还包括各种衍生工具和基金等。另见金融产品,1,9-12,14,15,18,19,21,23,25,27,30,35,36,38,39,41,42,46,48-50,53,57,66,6

金融模型　Models, Financial Models　一般指通过数学或者统计学对某种或者多种金融价格或者金融工具进行描述、分析、逻辑推理和预测的方法,53,230

金融市场　Financial Market　金融工具交易的市场，包括交易所和柜面市场,1,5,11-16,27,29,35-42,54,55,57,64,71,78,79,85,88,97,108,110,124,131,13

金融学　Finance　,5,17,19,107,217,224,227,234,238,239

金融衍生工具　Financial Derivatives　金融工具的一类，它们的价格是根据其他金融资产的价格（也可能不是价格，比如说气温）而确定的。最常见的是期货和期权,1,11,12,18,25,27,29,38,39,46,48,50-53,80,81,86,112,145,169,171,207,23

金融衍生工具定价理论　Option Pricing Theory　由布莱克 - 斯科尔斯 - 默顿在20世纪70年代初提出的为期权及其他任何金融衍生工具定价的理论。是现代金融理论和实践的最重要的一个理论。另见期权定价理论

235,238,239

金融业　Financial Sector　泛指和管钱相关的所有中介和它们的所提供的产品和服务,3,5-9,11-14,18,19,24,25,32,37,45,53,59,151,176,199,219,224,227,234,240

金融中介　Financial Intermediary　在一个或者多个金融交易对手之间提供交易和其他服务的个人或者机构。金融中介可以将一种资产或者负债转换成另一种，比如银行，能将储户的（小笔）短期存款转变为给公司的（大笔）长期贷款,1,7-9,12-14,19,21,35,38-42,44,45,53-55,64,79,108,110,126,128,131,163,1

金融资产类型　Asset Class　指能够带来回报、又不能完全被其他资产替代的资产类别。比如，股票和债券是公认的大的资产类型，外汇是不是资产类型还有争议,84,85,165

尽力而为指令　At Best Order　投资人给券商的交易指令的一种，要求券商尽最大的努力去按照要求买或者卖某种证券，一般不限定交易价格。与此相对的是限价指令。另见限价指令,96

尽职调查　Due Diligence　用在不同的场合，一般是指一方按照特定的要求对其他一家公司或者一种产品或者一项行动进行审查。特指公司兼并或者上市前由投资银行牵头、对公司或者兼并对象的审查,209,210

近端　Near Leg　特指掉期合同（一般是两个或者多个交易的组合体）里面时间最近的一个交易。另见远端,112

禁售期　Lock-up Period　一般指新股首发上市之后某些大股东在一定时间内不可以出售手中股票的限制,91

经纪市场　Brokered Market　交易方式的一种。买房和卖方通过中介来寻找和协商价格。另见拍卖市场，交易商市场,36,37

净额结算　Net Settlement　金融工具交割时将收入的和支出的现金相抵之后交割净额的做法， 用于降低交割风险,120

净现值　Net Present Value (NPV)　在不同时间发生的一个或者多个现金流进和流出额通过折现的换算得到的目前现金净值额，广泛用于金融投资的各类分析之中。另见折现,32,234,236

久期　Duration　指某种债券对利率变动的敏感程度，计量单位是年。和债券的到期日相关，但是不同。另见到期日,63,236

巨无霸指数　Big Mac Index　《经济学人》编辑并定期更新的全球麦当劳汉堡的价格比，用来代表某种货币相对美元是否高估或者低估。另见同物同价原理，购买力平价,114

绝对回报　Absolute Return　基金管理的概念。一般的基金都是相对回报，基金的实际回报相对于某个指数。而绝对回报的意思是不看市场指数，看回报能不能在任何时候都赚钱。对冲基金一般都是绝对回报，所以绝对回报和对冲基金的概念都可以混用。另见对冲基金，相对回报，另类投资,163

绝对回报投资　Absolute Return Investment　另见绝对回报,163

均值方差分析　Mean Variance Analysis　一种计算两种或者多种证券投资组合的方法，考虑到每个证券本身的回报和风险，还考虑到证券之间的互相关联。另见投资组合理论,236

可兑换货币　Convertible Currency　,113

可接受存款中介　Deposit-Taking Intermediaries　一般指商业银行，但是也包括各国受央行监管、储户的存款受到央行存款保险的其他机构,8

可开支票储户存款　Checkable Deposits　也就是活期存款的概念。另见非交易性存款,136-138

可提前售回债券　Putable Bond　债券持有人有权提前从发行人那里要回本金。这种债券的价格一般会比没有类似特征的相似债券高一些。另见可提前赎回债券,62

可提前赎回债券　Callable Bond　债券发行人有权提前以事先定好的价格赎回债券。这种债券的价格一般会比没有类似特征的相似债券低一些。另见可提前售回债券,62

可转换优先股　Convertible Preference Share　可以在将来转换成公司普通股票的优先股,88

可转换债券　Convertible Bond　可以在将来转换成公司股票的公司债券,11,57,62,76,88,124,128,129,146,165,208,267

可转换债券基金　Convertible Bond Fund　专门投资可转换债券的基

金,165

库存股份　Treasury Stock　公司从市场上购回的公司股票。这部分股票公司不用支付红利。另见股票回购,98

垃圾债券　Junk Bond　另见高息债券,42,62,76,77,84,85,152,160,255

垃圾债券利差　Junk Bond Spread　另见信用利差,77

劳合社　Lloyd's　英国一个历史悠久的保险市场，主要是方便再保险交易,178,179

劳合社的社员　Lloyd's Names　另见劳合社,180

离岸　Offshore　指对于某个国家来说海外的金融中介、金融产品、金融交易等。另见非离岸,119,275

历史回报　Historical Return　某种金融工具过去的回报。是许多投资人进行投资判断的主要依据。但是按照有效市场理论，过去的回报和将来是没有关系的。另见有效市场理论,22

利差　Spread, Interest Spread　通称一种价格和另一种价格之前的差异。一般指的是两种利率之间的差别。另见信用利差,60,61,63,66,77,84,97,115,116,123,134,145,150,151,155,156,229,230,255

利率　Interest Rate　利息除以本金的百分比，通常要进行年利率化，方便比

较,11,22,23,28,29,35,47,51,57-69,71,75,78-84,100-102,107,113,115-117,123

利率的时间结构 Term Structure of Interest Rates 不同时间期限的利率高低不同，这叫利率的时间结构。把各种从较短的时间（隔夜）到较长的时间（30年）的利率连一条线，就是回报曲线。另见回报曲线,58,65

利率掉期 Interest Rate Swaps 衍生工具，合同一般包括将来的一系列现金交换，有很多变化。比较常见的是，甲方付给乙方按照利率A计算的利息，乙方付给甲方按照利率B计算的利息。如果利率A是浮动利率，利率B是固定利率，那么对于甲方就是浮动调固定掉期，对于乙方就是固定调浮动掉期。交易量很大。金融中介用它来进行各种货币的现金管理，公司用来调整债务的利率结构。另见掉期，浮动调固定掉期，固定调浮动掉期,65,82,112

利率风险 Interest Risk 金融工具的价格或者金融中介、公司的盈亏因为利率的变动而变化。是市场风险的一部分。另见市场风险,58,62,63,66,68,82,202,229,230,253

利率期货 Interest Rate Futures 另见期货,48,81,82

利率上限 Cap, Interest Rate Cap 金融衍生工具里面利率期权的一种。如果将来的利率高于某个事先约定的利率水平，合同的一方向另一方支付现金。另见利率下限,47

利率下限 Floor, Interest Rate Floor 金融衍生工具里面利率期权的一种。如果将来的利率低于某个事先约定的利率水平，合同的一方向另一方支付现金。另见利率上限,47

利息　Interest　债券的投资人或者债务发放人所要收取的回报。借钱的代价,10,14,18,21,22,26,28,29,43-47,58-60,62-64,66,69,72,75,76,79-82,88,101,

利息差　Interest Rate Differential　特指两个国家短期利率之间的差别。按照理论，高利率的货币应该在未来贬值，但是实际上它常常升值。这就是外汇的利差交易,74,113,115

联邦基金　Federal Funds　美国商业银行为了满足准备金充足率要求在美联储那里存的钱。银行之间可以互相拆借，利率叫联邦基金利率，是美国货币政策的一个重要利率。另见联邦基金利率，准备金账户,72

联邦基金利率　Federal Fund Rate　另见联邦基金,142

零售银行　Retail Bank　就是商业银行。强调是由门市部网点的商业银行,134,135

零息债券　Zero Coupon Bond　不付息票的债券，息票一般在最后和本金一起偿付,62

另类资产管理　Alternative Asset Management　和传统资产管理相对的概念，一般指传统的购买股票债券式投资管理之外的投资管理模式，比如对冲基金、商品基金、私募股权等。还有人将红酒、艺术品、古钱币也算在里面。另见传统资产管理,163

流动性　Liquidity　一般是指将资产变成现金或者借到钱的能力，泛指整个经济的货币供应

量,20,21,36-38,50,68,81,85,94-97,112,125,130,137,144,148,152,154,170,202

流动性管理　Liquidity Management一般指商业银行的现金管理，保证有足够的现金共储户支取，并且达到监管部门的要求，但是不要太多，以致影响盈利,138,143

流动性危机　Liquidity Crisis　对一个公司来说，现金不够用了。对银行体系来说，银行之间不互相拆借也不借给个人和公司，整个经济信贷短缺,254-257

流动性溢价　Liquidity Premium　两个其他条件完全相同的金融产品，一个容易买卖（流动性较高），另一个不容易（流动性较低），后者的价格应该比较低，这个价差就是流动性溢价。定期存款的利率较高的原因也是因为它的流动性较低,20

留存利润　Retained Profit　公司的利润减去发给股东的红利就是留存利润,26,27,154

伦敦同业拆出存款利率　LIBID, London Inter-Bank Bid Rate　伦敦银行之间在货币市场上无抵押存款的参考利率。另见伦敦银行同业拆借利率,288

伦敦银行同业拆借利率　LIBOR, London Inter-Bank Offered Rate　伦敦银行之间在货币市场上无抵押借款的参考利率。是货币市场和利率衍生工具的一个重要参考指标。另见伦敦同业拆出存款利率,255

马斯特利赫特条约　Maastricht Treaty1992　签订的成立欧盟、引入

欧元的条约。另见欧元,111

买卖价差　Bid-Offer Spread　买入价和卖出价之前的差别。另见交易成本,118,119

看涨期权　Call Option　金融衍生工具的一种，看涨期权所有人有权利（但不是义务）在将来以事前说定的价格来购买事先说定的基础资产（比如证券）。另见看跌期权,3,239,288,316

看跌期权　Put Option　金融衍生工具的一种，看跌期权所有人有权利（但不是义务）在将来以事前说定的价格来卖出事先说定的基础资产（比如证券）。另见看涨期权,3,288,305,322

贸易加权指数（外汇的）　Trade Weighted (Currency) Index　某国货币相对各贸易对手国货币的涨落按照贸易量加权平均得出的指数，用来反映该国货币总体的涨跌,120

贸易融资　Trade Finance　泛指银行向从事国际贸易的公司提供的各种服务,122,133

美国存托凭证　American Depository Receipt (ADR)　在美国可以交易的其他国家的股票所有权的凭证。这些股票暂存在银行，银行发行凭证，使美国投资者可以自由买卖这些凭证，免去购买直接外国股票的麻烦,88

美国政府短期债券　T-Bills, Treasury Bills　一般指的是美国政府发的、发行时期限小于365天的债券。另见美国政府债券,72,84

美国政府债券　Treasury, Treasury Bonds　一般指的是美国政府发的、发行时期限大于一年的债券。另见美国政府短期债券,72,267

美世　Mercer　,195

门槛回报率　Hurdle Rate　一般是指公司在评判一个新的投资项目时该项目必须要达到的最低回报率。可以通过风险资产定价理论来计算。另见风险资产定价理论,236

免赔额　Excess (Insurance)　保险索赔时首先由投保人支付的那一部分,178,182

面额　Notional Value, Par Value,Face Value　某个证券上面标的初始价格，而不是后来交易的市场价格。另见本票,10,51,59,61,62,74,93,112,156,256

民营化　Privatisation　私有化的前一个含义。是投资银行在给私有化的另一个叫法。另见私有化,90,203

名义回报　Nominal Return　就是通常所说的回报，不用考虑通货膨胀的影响。另见实际回报,22,86

名誉风险　Reputation Risk　银行做了不该做的事情使其名声受损。银行建立在人们的信心之上，名誉受损可能带来直接的经济损失甚至破产,228

模型　Model　另见金融模型,53,70,84,108,117,197,230,233,234

莫迪利亚尼和米勒理论　Modigliani&Miller Theory　按照这两个诺贝尔经济奖得主的理论：公司的资本结构跟公司的股价无关，因为投资者可以自己采取借债的方法模仿公司的资本结构；公司的红利率也和公司的股价无关，因为投资者可以出售或者购买一部分股票来模仿公司的红利政策,208

穆迪　Moody　,70

内幕交易　Insider Trading　掌握了关于某公司的尚未公开的消息的人交易该公司的股票或其他证券的行为,185-187,238

纳斯达克　NASDAQ,National Association Of Securities Dealers Automated Quotation System,37,88,93-96,264

逆向选择　Adverse Selection　信息不对称的一种反映。一般是指人们事先根据自己掌握的对方不知道的信息选择对自己有利、对对方不利的一种做法。比如汽车保险，只有那些知道自己可能出事故的人才更可能保险。另见道德风险,40,41,54,152,177,178,180,181,231,242,243

年金　Annuity　是一种从保险公司购买的养老金。有很多种形式，最简单的一种是投资者先给保险公司一笔钱，然后只要投资人活着，保险公司就要每月给他一笔固定的收入,164,172,173,179,180,182,183,260

欧洲货币机制　European Exchange Rate Mechanism (ERM)　1979年开始实施，欧元的前身，欧盟各国央行协调汇率和货币政策的机制。另见欧元,290

欧洲美元　Eurodollar　在美国银行以外流通的美元。后来也包括其他在发行国之外流动的货币。另见欧洲美元债券,72,78,244

欧洲美元债券　Eurobond, Eurodollar Bond　在美国以外发行的美元债券。后来也包括其他货币。另见欧洲美元,77-79

拍卖市场　Auction Market　交易方式的一种。买卖双方各自公布愿意买卖的价格和数量，通过配对成交。例子是纽约股票交易所。另见经纪市场，交易商市场,36,37,94

批发银行　Wholesale Bank　专门从事公司业务的银行。另见公司和投资银行业务,134

批发资金来源　Wholesale Financing　指银行通过从储户收储之外的渠道获取资金，主要是通过货币市场融资,137

平仓　Close Out　将尚未到期的金融产品（一般是期货）通过交易手段终止，使已有的盈亏不再变动。另见展期,49,81,112,126

平衡型基金　Balance Fund　又投股票又投债券的基金,165

评级公司　Credit Rating Agency　一类金融机构，专门为其他公司的债券按照将来可能违约的可能性评级,8,41,57,63,69,70,73,80,190,221,230,253,257

普通股　Common Stock, Ordinary Share　也就是我们常说的股票,43,88

普通交易成员　Ordinary Member, Ordinary Exchange Member　证券交易所的成员，可以自由买卖，但是没有给别人报价的义务。另见特别交易成员,94

期货　Futures (Contract)　衍生工具的一种，一般通过交易所交易。所有交易者的交易对手都是交易所。事先商定价格，合同到期之后交割。交易所通过准备金来控制风险。另见远期,15,27,29,30,46-51,72,81,82,92,93,97,119,124-128,169,171,188,222

期权　Option (Contract)　金融衍生工具的一种，期权的持有人有权利但是没有义务按照事先约定的价格买或者卖某种产品。换句话说，期权的持有人在期权到期日不可能有损失。但是为了这种权利，期权持有人必须缴纳期权金,27,47-49,81,82,90,92,126,127,129,170,171,188,211,212,222,235,239

期权定价理论　Option Pricing Theory　另见金融衍生工具定价理论,236,239

期权金　Premium　期权的价格，根据市场供需决定。其实是市场对于将来相关价格波动性的预测,27,47

企业重组　Corporate Restructuring　泛指公司的各种变化，比如拆分、出售部分生意等。是投资银行公司财务顾问部门提供咨询服务的一个方向,146

契约　Contract　所有的金融工具、金融产品都可以看成是契约，尤其是金融衍生工具,9-11,35,39,40,46,163

契约保护条款　Covenant,Debt Covenant　债券投资者或者债务的借出方给借钱者的、为了降低信用风险的限定条件,41,69,231

钱的时间价值　Time Value of Money　同样的一笔钱，一笔今天付，一笔将来某个时间付，投资者更愿意要今天付的那笔；如果要投资者两笔投资都可以，那么将来的那笔就必须有一定的回报，这就是钱的时间价值。和利率的时间结构大致一样的概念。另见利率的时间结构,21,23,60,215

清洁干预　Sterilised Intervention　外汇干预之后央行通过购买或者出售债券来抵消外汇干预给货币发行量带来的变化,122

清算　Clearing　指股票交易所从交易完成到交割完成之间所要做的事情，包括监控、保证金计算和管理、净额计算等。另见股票交易所,39,42,49,68,74,93,97,98,193,248,262,264

全能银行　Universal Banks　可提供商业银行业和投资银行业产品的银行,133,143

人寿保险　Life Insurance　,34,54,55,172,178-183,195,214,261

认购新股　Subscribe of New Issues　在首发上市的时候（亦即在初级市场上）购买新股。另见首发上市,4

融资　Finance　金融中介、公司、政府、个人获取资金的行为,2,4,7,10,12,14,19,31,32,36-38,42-44,54,67,71-73,79,80,89,91,96,98,116,1

《萨班斯 - 奥克斯利法案》　Sarbanes-Oxley Act　安然等公司丑闻

出现之后的美国新颁法令，其中要求公司高管负起公司虚报假报信息的刑事责任,105

商品市场　Commodity Market　各种商品交易的市场， 尤其指各种商品期货、期权等，大部分的商品市场是受到监管的交易所,57,110,124-126,130

商业本票　Commercial Paper　也是一种短期借款证明。由借款方（一般是大公司或者银行）开给出借方的。可以在到期之前自由交易,36,72,73,78,152,207,254,255

商业本票借款业务　Commercial Paper Programme (CP Programme)　很多公司利用商业本票市场来获取资金，需要不断发行新的商业本票，这就叫商业本票借款业务,73

商业银行　Commercial Bank 可以接受个人储户存款、受到央行监管的金融中介,8,9,12,13,18,32,33,44,45,54,55,64,72,73,122,131-138,140,142-152,155-15

上市前融资　Pre-IPO Financing　公司在首发上市前的一、两年间的融资行为， 通常的形式为股权或者可转换债券。有一些基金专门从事此类融资。另见首发上市,208

生产力　Productivity　经济学的一个测量数据，看生产过程中一个单位的投入（包括资本、人力等）能产出多少个单位的价值。它的提高意味着整个经济效率的提高,37,115,261

剩余权利　Residual Claim　特指股东的权利：意思是一家公司的财产或者将来的利润， 在支付了债主的本息之后，剩下的全归股东所有。另见股票,43

实际回报　Real Return　减去通货膨胀率。另见名义回报,22,23,63,162

世界银行　World Bank　,111,133,135,191,196

市场操纵　Market Manipulation　有意通过各种手段，干扰和妨碍市场的自由、公平运作，制造虚假的价格或者市场的行为，在各国都是受到限制的行为，但是比较难于定罪,185-187

市场风险　Market Risk　金融工具的价格或者金融中介、公司的盈亏因为金融市场价格的变动而变化。主要包括外汇、股票和利率风险,24,49,50,66,68,228,229,231,232

市场过分反应异常　Market Over Reaction Anomaly　指市场对于新的消息过分反应的倾向，可能和有效市场理论相悖。另见有效市场理论,238

市场利率　Market Interest Rate　由市场供需决定的利率。相对于由央行确定的政策利率。另见政策利率,59,145,158,253

市盈率　P/E Ratio, Price Earning Ratio　公司股价除以每股每年的盈利。是股票分析常用的一个概念。换句话说，按照这一年的盈利，要多少年股东才能把股价赚回来,99,102,103,107,165

市政债券　Municipal Bond　美国州政府和其他类似机构发行的债券。信用风险各异，一般要高于美国国债,42

收费性收入　Fee Income　商业银行的传统收入是贷款和存款之间的利息差，这叫利息收入。收费性收入指的是利息收入以外的收入，包括交易、承销、代销等,155

收入基金　Income Fund　另见成长基金,166

首发上市　Initial Public Offering (IPO)　公司首次在股票交易所挂牌上市。帮助公司准备各种上市文件、承销公司股票是投资银行的一项业务。另见投资银行，承销,4,7,36,89-92,108,146,147,172,208

私募股权　Private Equity　一般指投资尚未上市公司股权,30,159,164,171,172,174,176,208

私募基金　Private Equity Fund　专门投资私募股权的基金,19,163,172,255

私人养老金　Private Pension Fund　由个人或者公司出面组织的养老金基金，出现无力偿债的话由个人或者公司负责,55,174,193

私人银行　Private Bank　专门为富人(高资产值客户)提供银行和投资服务的银行。另见财富管理,19,48,134,135,163,250

私人银行业务　Private Banking　另见私人银行，财富管理,9,134,135

私有化　Privatization, or Take Private　一般是指将过去国有的生意卖给私人拥有和经营，其中的一个主要方法是将其变成股份制公司上市。但是也指某人（公司）将一个上市公司的股票全部购回使其不再是一个上市公司的做法,33,90,127,196,200,203,204,214

随机漫步　Random Walk　描述金融价格走势的一种物理模型，价格的下一步是基本上没有办法判断的，就像扔一个骰子,237

摊薄　Dilution　公司发行新的股票（也包括可转债），使原有股东所占公司的份额相应减少,129,136

套利　Arbitrage　指买入、抛出两种或者多种金融工具，用来获取其中价格差别的交易。比方说中国人寿在香港的股票和在纽约的股票价格如果差别太大，那么投资者可以抛出价格高的一个，买入价格低的一个来进行套利，套利的过程使过高的价格下跌和过低的价格上升，最终使其一致,1,18,28-30,38,48,51,85,86,97,113,116,117,170,217,234-236,262

套利定价理论　Arbitrage Pricing Theory (APT)　风险资产定价理论的一个加强版本，将某个证券的回报和一系列风险因素挂钩。另见风险资产定价理论,162,235

特别交易成员　Specialist，Market Maker　证券交易所的成员，可以自由买卖，另有给别人报买入价和卖出价双向价位并且买卖的义务。另见普通交易成员,94

特殊目的投资机构　SPV, Special Purpose Vehicle　金融中介设置的一类法律实体，比如有限公司。通常的目的是为了将某种风险从金融中介

本身隔离开,44

贴现　Discount　另见折价,23,99,100,142,158,162

贴现操作　Discount Operation, Discount Window　另见贴现借款,142

贴现借款　Discount Loan　商业银行从央行借到的钱。一般不常用，在金融体系出现问题银行现金短缺的时候才会被用到,136

贴现率　Discount Rate　把将来的钱换算成今天的钱时所使用的利率。另见门槛回报率,23,99,100,140,162,236

同类公司比较估值　Comparable Company Analysis　股票估值的方法之一，主要是看其他类似公司的一些财务比率， 比如市盈率、市净率等，然后套用到需要估值的公司股票上面。另见现金贴现估值,99

同业拆借　Interbank Market　全球最大银行之间通过电子技术联网进行交易的网络，主要从事外汇交易和货币市场交易,65,118,137,144,255

投机　Speculating　一般指短期炒作的投资行为，过去隐含交易目的的不道德。但是现在的用法和投资没有什么本质的区别。另见投资,1,15,29,30,46,70,82,93,119,125,145,153,170,181,186,211,217,224,244,24

投机人　Speculator　另见投机,29,170

投票的权利　Voting Right　股东在公司年度股东大会上对于公司决策投票的权利,87

投资等级　Investment Grade　信用级别在标准普尔BBB以上或者穆迪Baa以上。另见垃圾债券， 高息债券,76

投资银行　Investment Bank　帮助公司发行证券并且承销证券，在二级市场上买卖证券，为公司提供财务咨询的银行,8,9,13,16,18,36,44,45,51,54,55,64,72,90-92,105,106,122,127,128,130-135

投资者　Investor　,2,12,13,22,29,37,40,44-46,49,50,58,65,66,71,75,76,80-82,84,85,8

投资咨询公司　Consultant, Investment Consultant　一类金融中介，专门向公司和其他投资机构提供投资建议，帮助选择（外包的）基金公司,195

投资组合　Portfolio　个人或者机构所持有的多种投资的统称。一般隐含的意思这些投资已经经过了多元化的考虑。另见多元化,19,50,76,77,83,85,93,97,121,126,160,161,166,168,170,217,219,224,225,2

投资组合理论　Portfolio Theory　金融理论中描述理智的投资者如何通过多元化降低投资组合风险，争取同等风险下最高回报的理论。另见均值方差分析,159-162,234,236

托管　Custody　金融服务的一种，为了防止欺骗其他不良行为，金融工具的所有权由甲中介（通常是银行）管理，而交易权则由乙中介（通常是基金公司）管理。19,135,143,191,193,194,218

外汇储备　Foreign Exchange Reserve, FX Reserve　央行所持有的外

币存款和外币债券,32,33,115,117,121,122,140,158,175,203,230,242,243,267

外汇掉期　Foreign Exchange Swap　衍生工具，合同分不同时间的两端，在近端甲方给乙方货币A，乙方给甲方货币B；在近端甲方给乙方货币B，乙方给甲方货币A。其实是两个外汇远期的组合。交易量巨大。金融中介用它来进行各种货币的现金管理,112,119

外汇风险　Foreign Exchange Risk, Currency Risk　金融工具的价格或者金融中介、公司的盈亏因为外汇的变动而变化。是市场风险的一部分。另见市场风险,30,57,63,69,110,120,121,165,229,230

外汇干预　Foreign Exchange Intervention　央行为了达到特别的汇率目标在外汇市场购买或者抛售外币,121,122,202

外汇期货　Foreign Exchange Futures　另见期货,48,112,119

外汇市场　Foreign Exchange Market, FX Market　外汇交易的市场，主要是由全球各大银行的松散网络组成的柜面市场,8,9,11,18,28,57,64,110,111,113,116,119,120,122,123,141,202,263

违约风险　Default Risk　借债人无法按期付息或者还本的风险,42,70,86,144

委托人 - 代理人问题　Principal-Agent Problem　经济学研究的一类问题，委托人雇用代理人来完成某项任务，但是他们之间存在信息不对称的问题，所以有可能引起利益冲突。很多金融中介都和客户存在委托人-代

理人关系。另见信息不对称,104

稳定价格 Stablisation 新的股票上市之后承销商在一段时期内会买卖新的股票，以求稳定新股票的价格,91

无风险回报 Risk-Free Return 政府以本国货币发行的债券的回报。一般是衡量其他各种风险投资回报的基准。另见超额回报,23,85,162,167

无风险债券 Risk-Free Bond 无风险指的是没有信用风险，无风险债券一般是指政府在本国以本国货币发行的债券。政府可以印钱还债，所以没有信用风险。但是西方国家政府印钞其实受到很多限制，所以政府债券不能说成是完全没有信用风险。无风险债券的回报就是无风险回报,60

无力偿债 Insolvency 公司要么没有足够的现金支付债务的利息或者本金，要么资产总额抵不过债务总额，都叫无力偿债，但是其实是一种,192

武士债券 Samurai Bond 外国公司在日本以日元发行的债券,76

息票 Coupon 债券发行人定期支付的利息。过去的债券上有一张张小票，每半年投资人可以凭小票去领利息，所以叫息票,11,13,22,42,43,59,61,62,75,76,81,82,128,129

息票率 Coupon Rate 息票除以面额得出的百分比。一般是债券发行时的回报，但不一定是后来债券交易时的回报,59,61,62,75,76

系统性风险 Systematic Risk 也叫市场风险，在风险资产定价理论

中指的是无法通过多元化而消除的风险，通常指的是大市的风险。有时候人们也用它来指可能使整个金融体系瘫痪的风险。另见多元化，风险资产定价理论,52,161,162,189,219,240,257,262

现货汇率　Spot Foreign Exchange Rate　现货外汇交易的汇率，相对于远期汇率。另见远期汇率,112

现货交易　Spot Transaction, Cash Transaction　交易之后马上（一般是一两天之后）一手交钱一手交货的交易。相对于期货或者远期交易。另见期货，远期,46,111,112,119

现货利率　Spot Interest Rate　现在存款或者借款、在到期日偿还的利率，相对于远期利率，是将来存款或者借款的利率。另见远期利率,59

现金

Cash　,3,5,20-23,33,49,66,69,72,73,75,81,85,101,109,110,113,119,134,135,

现金流　Cashflow　在一段时间某个公司或者某种金融工具所支出和收到的所有现金。在金融分析中很常用，尤其是现金贴现估值方法,95,101,139,236

现金贴现估值　Discount Cashflow Analysis　股票估值的方法之一，预测股票将来给股东带来的所有收入，包括红利和资本增值，然后使用贴现率换算为今天的价格。也可以预测公司未来盈利，然后贴现换算。另见同类公司比较估值,99

现金准备金　Cash Reserve　商业银行库存的和存在央行的现金以应

付各种提兑要求和监管部门的法定准备金充足率要求,135

限价指令　Limit Order　投资人给券商的交易指令的一种，要求券商按照限定的价格买或者卖某种证券，与此相对的是尽力而为指令。另见尽力而为指令,285,296,309

相对回报投资　Relative Return Investment　另见绝对回报投资，传统投资,163

消费者银行业务　Consumer Banking　指商业银行里面和消费者相关的业务：存款、按揭和其他消费贷款、信用卡业务,135

小公司异常　Small Company Anomaly　专门投资小公司的股票中长期的回报在考虑了风险之后超过预期回报的现象。和有效市场理论相悖。另见有效市场理论,221

新股认股权　Rights　指公司发给现有股东的可以认购新股份的凭证。现有股东可以出售这种凭证。另见优先购股权,87

新兴市场　Emerging Market　指那些快速发展、正在工业化进程中的国家。一般认为这些国家的股票和债券都和发达国家的不同，所以在投资组合里面应该有单独的份额,65,85,86,111,119,126,262,264

信贷　Credit　泛指整个经济中的各种借贷（总额）。银行体系是制造信贷的主要渠道，但是最近几年里面，影子银行体系的作用越来越大。中央银行控制信贷总量,6,7,43,54,65,68,70,131,132,137-140,142,144,152,154,196,231,232,248,25

信息不对称　Asymmetrical Information, Information Asymmetry　指交易双方有不同的信息，所以交易行为与双方信息一样的时候不同。 是金融里面的一个重要问题。主要包括逆向选择和道德风险两类。另见逆向选择，道德风险,7,9,13,40,41,149,152,164,177,178,184,186,231,262

信用风险　Credit Risk　指合约的一方发生违约（包括破产）而无法履行合约的风险。其实信用风险不一定是指破产，如果一方的信用评级被下调，意味着违约的可能性在提高，这也是信用风险,24,45,47-49,58,60,61,63,65,66,68,76,77,80,82,86,136,137,155,223,228,23

信用风险利差,信用利差　Credit Spread, Credit Interest Rate Spread　某个贷款或者某个债券的回报高于同等水平国债回报的部分，反映的是信用风险水平。另见信用风险,60,77

信用违约掉期　Credit Default Swap　金融衍生工具的一种，交易双方约定交易是针对某个公司或者某种产品的信用等级；在通常情况下，甲方向乙方定期支付现金，但是如果信用等级下调或者出现违约情况，则乙方要向甲方付钱,51,229,232,253

行为金融学　Behaviour Finance　专门研究人们的不完全理智的行为方式给金融带来的影响。常被用来探索很多传统的金融理论无法解释的问题,239

行业自律　Self-Regulation和法律监管相对的概念， 金融中介自己约束自己，一般是签署、发表一个行业认同的准则。另见法律监管,52,184,185

压力测试　Stress Testing　风险管理里面使用的一种技术，通常是假定价格大幅度变动（压力），然后看投资组合的盈亏情况,197,232

扬基债券　Yankee Bond　非美国公司或者机构在美国以美元发行的债券,76

养老基金　Pension Fund　专门管理退休人员储蓄（和负债）的中介或者机构,19,55,169,173,175,265

一级资本　Tier 1 Capital　商业银行资本充足率计算的概念，指股东资金外加留存利润和非积累永久优先股。另见二级资本，巴塞尔协定，资本充足率,154,275

一篮子货币挂钩　Basket Exchange Rate　管理浮动汇率的一种，央行按照多个其他国家的货币构成的一个货币篮子作为目标，管理本国汇率。另见管理浮动,118

一篮子交易　Basket Trade　一种股票交易方法。同时购买或者抛售多种股票， 常常被指数基金采用。另见指数基金,97

伊斯兰金融　Islamic Finance　符合伊斯兰教义的金融交易和工具，尤其是针对教义里面反对投机和反对收取利息的条款而做出调整的金融工具和交易,19,241,244,245

异种金融工具　Exotic Instruments　指金融衍生工具里面比一般的期货和期权更为复杂的工具，一般是柜面交易的,48

溢价　Premium　一般是和折价相对的概念：与如果某种金融工具的

交易价格是溢价，就说明它高于按照某个标准决定的价格。比如日元利率相对澳元较低，所以日元兑澳元在远期的汇率要比现货汇率高，因此日元在远期“溢价”。另见折价,20,116

银保融通　Bancassurance　就是通过银行的网点销售保险产品,182

银团贷款　Syndication,Syndicated Loan　一般指比较大型的贷款，有多家银行参与，各家分摊一些的贷款，在企业兼并的时候常用。挑头的一家或者多家银行叫贷款安排人，它（们）自己拿出一本份钱放贷，然后把其余的部分卖给银团的成员,148,156,157,188,207,232

银行　Bank　一般是指接受存款和发放贷款的金融中介，也就是商业银行。但有时候也包括投资银行和中央银行。另见商业银行，投资银行，中央银行,2,3,5,7,8,10,15,16,18,19,21,24,26,27,30-33,41-45,47,48,50,52-54,58,59,6

银行承兑汇票　Banker's Acceptance　类似支票，到期之后拿到银行换取现金。可以自由交易。另见存款证,36,72

银行集团　Banking Group, Bank Holding Company　另见银行控股公司,110,131,132,134,135,146,149-151,165,185,189,193

银行控股公司　Bank Holding Company　一家控制一家或者多家银行的公司，一般是为了能在一个集团商标下提供各种银行服务,133,277

银行抢兑　Bank Run　大家都到银行提取现金,153

盈余准备金　Excess Reserve　银行持有的准备金中超过央行指定的

准备金充足率要求的部分,137,143

影子银行体系　Shadow Banking System　传统的银行体系是银行从储户那里收储，然后贷给公司或者个人，这之外的其他融资渠道都叫影子银行体系。比方说银行将按揭贷款证券化之后出售，按揭贷款方所借到的钱就是通过影子银行体系得到的,254,257,258

永久债券，无期债券　Perpetual Bond　跟无期徒刑类似。没有偿还期，就等着每年吃息票,62

优先购股权　Pre-Emptive Right　现有股东在公司发行新股的时候在同价的条件下有优先购买股票的权利,87

优先股　Preference Share　股票的一种，在公司破产清盘的时候权利高于普通股票（所以叫优先股），但是低于债券。每期向股东发固定红利，所以价格变化像债券。银行发非积累永久优先股会被算做一级资本。另见非积累永久优先股，积累永久优先股,32,43,77,88,136,154

有价证券　Security　一般是指比较标准化的金融工具，常常指股票和债券,11,33,35,36,64,68,133,137,143,144,154,163,177,193,265

有效市场理论　Efficient Market Hypothesis　金融基本理论，指金融产品的价格从信息的角度来讲是有效的，也就是说从过去到现在所有关于某种产品的信息已经包含在该产品的价格里面。换句话说，你想通过研究大家都已经知道的消息而稳稳当当赚比大家都多的钱的可能性是很小的。正因为该理论，所以金融产品的价格才是随机漫步。另见随机漫步,102,235-238,242

预期　Expectation　统计学的概念，指事先根据已有的信息评估某种金融产品的未来价格或者回报。最重要的一点是“事先”,11,22,24,25,28,29,47,60,63,66,85,99,102,156,161,162,173,189,192,202,

预期回报　Expected Return　另见预期,22,23,64,67,68,161,162

预提拨备　Provisions,Reserves　银行估计所放的债务将来可能出现坏债，预先留出一部分资金。是二级资本的一部分。另见二级资本,154

元月异常　January Anomaly　20世纪80年代发现的元月份股市表现平均好于其他月份的现象,238

原油期货　Crude Oil Futures　,46,127

远端　Far Leg　特指调期合同（一般是两个或者多个交易的组合体）里面时间最远的一个交易。另见近端,112

远期　Forward (Contract)　另见远期交易,47,90,112,116

远期汇率　Forward Foreign Exchange Rate　远期交易的外汇汇率。一般不是市场对将来汇率走势的预期！而是通过两国短期利率由无逃离原则确定的。另见远期交易,112,113,116,117

远期交易　Forward Transaction　衍生工具的一种，双方事先商定价格，合同到期之后交割。和期货类似，但一般是柜面交易。另见期货,112,113,119

远期利率　Forward Interest Rate　远期交易的利率。是市场对将来

利率走势的预期。另见远期交易,59,201

远期利率协议　Forward Rate Agreement (FRA)　利率的远期另见远期交易,47

远期市盈率　Forward P/E Ratio　公司目前的（或者预测的）股票价格除以预测的将来盈利，常常被股票分析师使用，用来证明公司的股价在将来看起来也许没有现在看这样高。另见市盈率,102

再保险　Reinsurance　保险公司在接受了某个投保的保单之后将潜在的风险转移给另外的保险公司，以减免自己的风险,178,179

债券　Bond　指公司或者政府发出的欠债单，一般可以在市场上交易,8-11,13,15,17,18,21-24,27,28,31,32,35-37,39-44,46-48,57-88,93,97,101,1

债券保险　Debt Insurance, Debt Guarantee　一种金融工具，甲公司为乙公司的债券提供担保，乙公司定期付给甲公司保险金。如果乙公司违约，甲公司负责偿债。美国有几家专门为地方政府债券或者其他类似债券提供保险的公司,69

债券基金　Bond Fund　专门投资债券的基金,64,85,160,165,176

债券指数　Bond Index　代表某类债券价格走势的指数,83,85,120,166

债务　Liability　泛指各种债务。包括通常所说的债务和债券，还包括或然债务，还包括将来可能要支出但是按照会计原则还不用算做负债的项目。比方说一个公司将来要为雇员支付的养老

金,10,18,26-28,31-33,40-44,46,58,60,61,67-69,74,75,79,87,136,139,144,154,

债务管理　Liability Management　另见债务,144,201

展期　Rollover　将快要到期的金融产品（一般是期货）的合同期通过交易手段向后延续。另见平仓,49,81,126

招股书　Prospectus　新的股票或者其他证券上市时准备的一份介绍公司和证券的详细资料,90

折价　Discount　有很多解释。比如，将来的现金可以通过折现来变成现在等价的现金以方便比较;如果某种金融工具的交易价格是折价，就说明它低于按照某个标准确定的价格（相对立的词是溢价）；说金融市场对未来进行折现的意思就是市场价格已经包含了未来很可能要发生的时间所带来的后果。另见溢价,62,116

实物期权　Real Option　用期权定价理论来研究现实生活中的其他决策问题，比方说对某种药物研发的投资等,239

证券公司　Security Company　从事证券经纪和交易业务的公司。如果规模比较大、又有公司财务咨询业务的就是投资银行。另见有价证券,8,13,146,247

证券化　Securitisation　把某种资产或者债务分割成小的、标准化的单元出售和交易，也就是将其变为证券（一般是债券，叫证券化债券）。这样本来不容易交易的东西变得容易交易。另见证券化债券,10,42,44,45,58,62,64,68,79,129,152,155,182,207,222,232,244,253

证券化债券　Securitised Bond　另见证券化,42

证券交易所　Security Exchange　交易所。很多股票交易所也交易债券和各类衍生工具，所以应该叫证券和期货交易所，现在没有人细究了。另见有价证券,82,93,148,168,187

证券市场　Security Market　另见有价证券,11,35,38,147,149,152,169,186,205,224,237,267

证券选择　Security Selection　投资管理方式的一种，注重各个股票、债券本身的投资配置。 相对的概念是资产配置。另见资产配置,161

政策利率　Policy Interest Rate　央行在制定和执行货币政策时所要控制的利率。其实在很多时候央行并不是直接制定政策利率，而是通过央行的强大资源来在交易中使要控制的利率达到目标。另见货币政策,54,59,60,63,67,73,84,115,140,201,202

政府回报曲线　Government Interest Rate Curve　把不同到期日的政府债券回报按照到期日连的回报曲线。另见回报曲线,65

政府债券　Government Bond　政府发行的债券。也叫国债或者国家债券或者国库券,13,29,35-37,42,59-62,65,66,69,73,75-77,81,83,85,133,137,138,142,158,17

直接融资　Direct Financing　公司通过金融市场发行证券融资，不通过银行。另见间接融资,12,13,41,54,208

指数基金　Index Fund　是一类共同基金或者交易所买卖基金，基金

的投资方向就是复制或者追踪一个事先约定的指数，比如恒生指数基金等。另见交易所买卖基金,162,166-168,176,217,221,224,235

中期票据　Medium-Term Note (MTN) 债券的一种，到期日一般是5~10年，但是也有更长或者更短的，一般通过柜面市场交易。常常作为银行（尤其是投资银行）将各种衍生工具拼装出售的载体,78

中央银行　Central Bank　银行的一种，从职能上讲是政府机构，主要职责是制定和执行货币政策，监管商业银行,4,18,21,31-33,54,59,60,63,65,66,73,75,84,101,110,111,115,117-119,121-1

周转比率　Turnover Ratio　有很多含义。 用在股市交易量，指年交易量除以股市股票总量，是整个股市交易频繁程度的反映,95

主板（股票交易所的）　Main Board (Stock Exchange's)　另见创业板,89

主动型基金　Active Fund　由基金经理指定和积极调整投资决策的基金。另见被动型基金,166

主权基金　Sovereign Wealth Fund　政府出资或者央行出资的管理全民财产的基金，包括石油销售收入、全民的社会保险金、外汇储备等,158,174,175

追随走势　Trend-Following　利用价格趋势来投资的一种投资方式。另见价格趋势，动量异常,115

追踪基金　Tracker Fund　另见追踪指数基金,167,221

追踪指数基金　Index Tracker Fund　另见追踪基金,166

准备金　Reserve　中央银行要求商业银行留出的现金。也叫准备金要求。这些现金必须存在中央银行的准备金账户里面，叫做准备金存款,16,32,33,44,135-139,142-144,185,197

准备金存款　Reserve Deposit　另见准备金,31,32,137,158

准备金要求　Reserve Requirement　另见准备金,140,142

准备金账户　Reserve Account　另见准备金,136,137,140

资本　Capital　金融资本指的是金融交易的一方给另一方的钱。这些钱的最终用途是被企业家拿去生产东西或者服务,3,27,37,43,51,52,81,87-89,98,105,109,115,120,136,138,139,146,148,151,

资本充足率　Capital Adequacy Ratio (CAR), Capital Adequacy Requirement　银行监管的一项指标，要求的资本除以它的资产（主要是放贷）不小于一个比率,43,136,138,153-155,185,197,255,257,263

资本结构　Capital Structure　一般指公司资金来源里面债务和股东资金的比例,19,43,76,98,207,208,229,235,236

资本升值　Capital Appreciation　某种资产市场价格与购买价格相比较升高的部分。与此相对的概念是红利（股票）和股息（债券）。资本升值和红利股息都是投资者回报的组成部分，但是在很多国家它们的税收有很大的不同，所以投资者可能会有所偏好,21,22,166

资本市场　Capital Market　金融证券交易的市场，包括股票和（中长期）债券。短期债券交易的市场叫货币市场。另见货币市场,11,35,36,43,90,95,146-148,162,234,242

资产　Asset　泛指任何有价值的东西，可以是有形的或者无形的,3,5,10,11,13,17,20,22,27,31-33,37,41-47,54,55,62,67,69,74,77,85,87,99,1

资产抵押证券　Asset Backed Securities (ABS)　将一些资产或者这些资产将来能获得的收益作为抵押来发行的证券（一般是债券）。比如别人欠银行100元钱，银行发行100张1元的债券，将来如果欠银行钱的人还钱的话银行就给买债券的人付钱，这个债券就是资产抵押债券。如果别人欠银行的是按揭贷款，那就是按揭抵押债券。另见按揭抵押证券,44-46,62,69

资产配置　Asset Allocation　投资管理方式的一种，指如何选择投资组合里面各种金融资产类型的比例， 比如股票和债券的比例，各个行业/国家之间的比例等。相对的概念是证券选择。另见证券选择,161,130,164,195,260

资产负债表　Balance Sheet　指一个公司或者个人在某个时间点的所有资产和负债的总结。是公司财务报表的一个重要部分,1,28,31-34,44,45,52,114,121,135,137-139,141,142,144,145,153,155,156,1

表外业务　Off-Balance Sheet Activities 一般指银行或者公司一些、按照目前会计准则不用写进资产负债表上的业务，比方银行为公司贷款提供的担保，或者公司的租赁房产，通常和或然债务相关,144,145

资产管理　Asset Management, Investment Management　替别人管理各种投资组合的金融服务行业,9,83,127,144,148,163,189,250

资金成本　Cost of Funding　公司的资金成本是它的资金来源（股票、债务、留存利润）的加权平均。 银行的资金成本主要是它付给储户的利息。降低资金成本也能提高盈利,156,196,207,211

自动延期贷款安排　Revolving Loan Facilities　银行提供给公司的到期自动延期的贷款承诺,145

自营资金　Proprietary Capital　一般指银行动用股东资金买卖证券和外汇用来盈利的资金。它的收入在不同的银行所占的比例很不相同,13,119,157

自由化　Liberalisation　另见放宽监管,39,196

最终借款提供方　Lender Of Last Resort　一般是由中央银行承担的角色，是说商业银行在别处借不到钱的时候总是可以从中央银行那里借到钱。 目的是为了稳定金融体系，防止个人储户抢兑,142,153

做实　Funded　泛指某种投资有现金放进去开始运作；特指养老金将存款个人存进来的钱存起来已备他将来的支出。与此相对的概念是边支付边支出。另见边支付边支出,14,89,174,204,260,265,267

做市　Market Making　另见交易商,13,36,37,83,94-96,114,118,119,147,148,150,156,157,204,206

做市商，或者庄家　Dealer, Market Maker　另见交易

商,36,37,82,83,94-96,114,118,119,148,156,204

英中名词对照

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

[image]

参考文献

[1]Valdez，Stephen.An Introduction to Global Financial Markets [M].5ed.牛津：麦克米伦出版公司，2006。

[2]Levinson, Marc.Guide to Financial Markets[M].4ed.伦敦：经济学人出版社，2006。

[3]Mishkin， Frederic S，Stanley G Eakins.Financial Markets and Institutions[M].6ed.NY：Addison-Wesley出版社，2008。

[4]Ritter，Lawrence S，William L Silber，Gregory F Udell.Principles of Money,Banking, and Financial Markets[M].12ed.NY：Addison-Wesley出版社，2008。

[5]Schofield,Neil.Commodity Derivatives：Markets and Applications[M].London：John Wiley & Sons Ltd，2007。

[6]证券及期货事务监察委员会.英汉证券期货及财务用语汇编[M].4版。中国香港：中国香港证监会，2006。

[7]Brett, Michael.How to Read the Financial Pages[M].5ed.London: Random House Business Books，2004。

[8]Welch,Ivo.The Top Achievements, Challenges,and Failures of Finance[C].耶鲁大学国际金融中心讨论文章，2001。

[9]Bodie,Zvi.A Note on Economic Principles and Financial Literacy[C].印第安纳大学金融学院讨论文章，2006。

[10] Davis, Kevin.Financial Requlation: Trends and Prospects[J].The Melbourne Review 3 (1)pp.35 - 40，2007.

[11]Schaechter,Andrea。Implementation of Monetary Policy and Central Bank's Balance Sheet[C].国际货币基金组织讨论文章。WP/01/149.